# Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

**1990**

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-20-289

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada

91-03345/

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

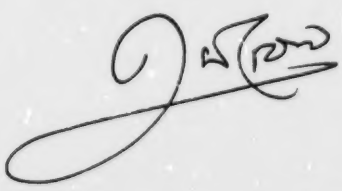
27 February 1991

The Hon. Michael H. Wilson, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Wilson,

In accordance with the provisions of the Bank of Canada Act, I am submitting my report for the year 1990 and a statement of the Bank's accounts for this period, signed and certified in the manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,



# BANK OF CANADA

## REPORT OF THE GOVERNOR – 1990


**GENERAL OBSERVATIONS** 7

**THE BENEFITS OF PRICE STABILITY** 13

**ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS**

Demand, economic activity and inflation 17

Monetary and financial developments 24

International developments 32

**BANK OF CANADA OPERATIONS**

Bank of Canada monetary policy operations 39

Management of government debt and cash balances 41

Foreign exchange operations 44

Note issue, debt service and banking operations 46

**APPENDIX TABLES** 49

**PRESS RELEASE**

Targets for reducing inflation 61

**FINANCIAL STATEMENTS** 63

**BOARD OF DIRECTORS** 73

**SENIOR OFFICERS** 74

**REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES** 75

# GENERAL OBSERVATIONS

The past year has been difficult and challenging for the Canadian economy. It was a year of economic readjustment, with the pace of activity slowing markedly, following three years in which spending in the economy had remained at unsustainable levels and inflationary pressures had intensified. As inflation became more entrenched and inflationary expectations gathered momentum, the economic distortions associated with inflation accumulated. Because of this, the slowdown has been more pronounced, and in a recessionary situation the adjustments required by firms and individuals have been generally demanding and often painful. International developments, particularly the need to absorb a rise in the price of oil resulting from the events in the Persian Gulf, have added a further complication to our economic situation. And more recently, the onset of war in the Middle East contributed another element of uncertainty to the world economy.

In such times of stress, economic policies come under especially intense scrutiny – not only the particular actions that are taken but also the basis for them. This is certainly true for monetary policy. Accordingly, I want to begin these remarks with some general comments on monetary policy before returning to look more directly at economic and monetary policy developments.

## The responsibilities and scope of monetary policy

The frequency and range of commentary and advice on monetary policy in Canada over the past year have been impressive. Nonetheless, it still seems that some further explanation of the basic nature of monetary policy, and therefore of what it can realistically be expected to accomplish, would be a constructive addition to the debate.

The fact that we live in a monetary economy is so readily taken for granted that the central importance of this can easily be overlooked. Therefore, it is worth underlining that money has an absolutely essential function in our economy. It is the medium that links buyers and sellers, savers and investors, lenders and borrowers in all markets in all parts of the country. If our nation's economy is to work well, the money that its citizens use needs to be one that retains their confidence. Only a money that holds its value will retain confidence. It follows that the underlying basis of monetary policy should be to preserve the value of money and to avoid actions that would damage it.

This is why the Bank of Canada has emphasized the importance of directing monetary policy at achieving price stability and not at producing inflation. Simply put, with a trustworthy money our economy will work better. The next section of this report reviews in greater detail the costs that inflation imposes on Canadians.

This emphasis on the importance of a monetary policy anchored in price stability is not to suggest that monetary policy is a cure-all – an absolute solution to whatever economic difficulties Canada may encounter – or that other policies are not important. What this emphasis *is* meant to convey is that the ability of monetary policy to contribute to good economic performance, year in, year out, stems above all from its capacity to contribute to confidence in the nation's money.

Let me also emphasize that this understanding of what monetary policy can deliver is not a matter of opinion. The sole policy lever available to the Bank of Canada to influence financial and economic developments is its ability to control the supply in the economy of ultimate liquidity, the final means of payment. This

is why monetary policy is by its very nature about the supply of money and the management of monetary expansion. And this is why the responsibility for ensuring that the value of the nation's money is protected so that it can fully play its essential role in economic society is at the heart of what the central bank can do.

One reason why the Bank of Canada has always been at pains to underline this point is because it is well aware that this understanding stands in sharp contrast to a popular view of what monetary policy is about. In this popular view, the role of monetary policy is to set or move around the level of interest rates or the level of the exchange rate, or even both.

Certainly, the techniques used by the Bank of Canada to implement monetary policy will have a short-run impact on money markets and, by extension, on exchange markets. But these impacts, important as they are for the transmission of monetary policy to the economy, are not the foundation of monetary policy. The lasting effect that monetary policy can have on interest rates and the exchange rate comes about through the influence the Bank exerts over the supply of money and the resulting effect on confidence in the value of money. Confidence is the essential element that the Bank of Canada can provide to lenders and borrowers when they make judgments on interest rates and on the exchange rate. It influences what they think money lent or borrowed now is likely to be worth in the future and what value they can see in the Canadian dollar as opposed to some other currency.

Evidently, it is these broad market judgments that are central to determining the levels of interest rates and the exchange rate. But equally evidently, the Bank of Canada cannot tell lenders and borrowers what judgments to make and when to make them, any more than it can answer for any of the other, non-monetary considerations that may go into making such judgments. That is why the popular view as to the Bank's rate-setting powers, focussing on short-run technique rather than on consistency and confidence, is off-track. The foundation that the Bank can and should put under those market judgments is the assurance that Canadian monetary policy will not be inflationary.

My final comment before turning to recent developments is that monetary confidence is a contribution to a healthy economy that is built up gradually and carefully. Price stability is not a goal that can be achieved overnight. It requires from monetary policy patience and steadiness of purpose. Thus, widening confidence that inflationary impulses, from whatever source, will not be allowed to generate an inflationary spiral is an important step towards a non-inflationary environment and one that promises to be a solid achievement in the coming year.

## The international economic and financial environment

International developments are reviewed extensively in another part of this report. My comments here are limited to those aspects that have had a particularly direct bearing on Canada's economy and finances.

On the broad economic front, one feature of the current international scene that stands out, certainly compared to the period of economic recession in 1981-82, is the unusually wide dispersion in the pace of economic activity among the major industrial nations. While the United States, the United Kingdom and Canada are in a period of recession, a number of countries in the rest of the industrial world, led by Germany and Japan, have been recording strong demand and output. In both these latter countries, domestic spending has been particularly buoyant while inflation, though showing a tendency to pick up, has been comparatively low.

This sustained vigour of demand outside North America will of course help to limit the downside risk for countries such as ours, where economic conditions are presently weak. However, there is another side to this coin. The very strength of domestic demand in Germany and Japan, particularly in Germany with the pressures of rapid unification, has led to a squeeze on the savings available to others. These two countries' surpluses of capital funds for overseas investment are down and their interest rates are up. At the same time, no upsurge of saving is evident in other countries.

Given the growing importance of Germany and Japan as global economic forces, this has put pressure on world savings and world real interest rates. I can add here that while many question marks surround the economic transfor-

mation taking place in central and eastern Europe, what is certain is that the potential demand for capital is enormous. Thus borrowers in capital markets, and Canada is a substantial net borrower, have had to obtain funds in strongly competitive conditions, and this seems likely to continue.

For Japan, the availability of funds for lending abroad, which has been reduced by its narrowing external surplus, has also been affected by complications of a financial nature. The squeeze on the capital of Japanese financial institutions, provoked by the steep decline in the Tokyo stock market in 1990, has cut into those institutions' capacity and willingness to lend, especially to borrowers offshore. A similar but broader kind of development became apparent in the United States. The problems for the U.S. financial sector came through a number of channels, but were all attributable in some degree to the remarkable surge of lending and leveraging in the 1980s. As the economic climate became less tolerant of the resulting high debt loads, the quality of credit suffered. These developments have led to questions about the solidity or fragility of some financial institutions and about the responsibilities on the shoulders of financial regulators.

Let me note that in Canada, while households also built up their indebtedness significantly in the 1980s, corporations by and large took a relatively conservative approach to leveraging their businesses. Furthermore, Canadian financial institutions as a group appear well equipped to withstand the pressures of the current, less favourable, environment after several very good years.

I will add that the recent more difficult environment also helps to underline the value of a basic lesson regarding financial oversight. That lesson is that in assessing the usefulness of rules for the prudent conduct of financial institutions, the relevant yardstick is not the contribution such rules can make when the climate is benign. That is not what the standards are there for. The real test is the kind of contribution such rules can make to ensuring that financial institutions can withstand the pressures that are bound to arise in periods when conditions are more difficult.

The international environment is very demanding. Even before the outbreak of war, the uncertainties over the Gulf situation had a large influence on the price of oil and on economic developments in most countries. The recent setbacks in the multilateral trade negotiations also heighten the challenges facing us and the world trading community. The pressures are pretty much the same for all, and the differences in how countries fare will depend as much as anything on the quality of national policies, individually and in co-operation with others.

## Canadian economic developments and monetary policy

An adequate assessment of economic and monetary developments in 1990 needs the perspective of what happened in earlier years.

As I mentioned at the beginning, the three years 1987 through 1989 were years of exceptionally strong spending in Canada. While experience differed among regions, the total dollar amount spent on goods and services through this period went up on average 9 per cent a year. This was about three times as fast as the ability of the economy to expand its production on a continuing basis. Credit to Canadian businesses and households rose rapidly, at a rate into double digits, fuelling not only strong purchases of goods and services but also an escalation in the prices of existing assets. For example, the average price of a house in Canada jumped by about 50 per cent. The monetary aggregate M2 rose on average by more than 10 per cent a year. As markets for goods and labour tightened, inflation and inflation expectations became increasingly pronounced.

In these circumstances, it is hardly surprising that Canadian interest rates rose and monetary conditions tightened the way they did. But these developments provoked a strong reaction in a number of quarters, so further comment on this matter seems in order.

First of all, it is important to distinguish clearly between on the one hand the guiding principle behind monetary policy, the promotion of monetary confidence, and on the other the changing economic environment in which monetary policy operates. A monetary policy directed towards price stability is a policy oriented in the most fundamental way possible towards low interest rates. This is because establishing confidence that money will indeed retain its value,

and not be undermined by persistent price increases, is a key condition for interest rates to come down and stay down. This is also why a capsule description of recent Canadian monetary policy as a 'high interest rate' policy is inaccurate.

But even with a policy that is consistently anti-inflationary, cyclical economic conditions are sure to vary, and monetary conditions will vary too. Thus, the upward trend in short-term interest rates from 1987 into the spring of 1990, and the rise in the Canadian dollar that was partly associated with it, reflected the strength of spending and credit demand, not a change in the basic direction of monetary policy.

Some of the commentary on monetary policy has suggested that even in the face of this inflationary surge in demand, credit and money, the Bank of Canada should nevertheless have been more expansionary in its own policy actions. If this had happened, it is supposed, interest rates would have been kept down. This monetary policy advice seems to be based on the assumption that even in an inflationary climate the faster the rate at which liquidity is created, that is, the faster the rate at which the central bank prints money, the lower interest rates are bound to be.

This assumption is not valid because, as I emphasized towards the start of these remarks, monetary policy operates in a market context. The Bank of Canada can certainly encourage an increase in the supply of money. Indeed, it is uniquely placed to do so. But what it cannot guarantee is that there will be willing holders of an additional supply at an unchanged price, that is, an unchanged value of money. The trouble comes when confidence in the value of money begins to fade, or fade faster, and the market actions of borrowers and lenders push interest rates up as a result. In that situation, printing money even faster obviously does not help. It would make the value of money drop even faster and add further fuel to the adverse response in financial markets.

The Bank does have room for manoeuvre in creating liquidity and at the same time managing down short-term interest rates, but this room is available only within important limits. Those limits are dictated by the extent of the confidence among holders of Canadian dollars, who are principally Canadians of course, that the deposits and other investments they hold will retain their value against the goods and services that money can buy and against other moneys. Concerns about inflation shake that confidence and are counter-productive for low interest rates. But building confidence takes time.

During 1990, demand pressures in the Canadian economy finally eased appreciably, and the expansion of money, credit and total spending in the economy moderated. From the late spring these developments began to open up room for lower interest rates. However, with the buildup of inflation and inflation expectations that the Canadian economy inherited from the earlier surge in demand, the momentum of cost and price increases has been persistently strong. This momentum threatened to be compounded by pressures coming from the rise in oil prices and the important upward adjustment to the level of consumer prices stemming from the introduction in January 1991 of the goods and services tax. The danger has been a feedback from prices into costs, and from costs into prices, and so on. Monetary policy has been very cognizant of this threat.

Thus in its actions affecting the supply of liquidity in money markets, the Bank of Canada has of course been moving carefully. It has been responding to the weakening of demand and the easing of the pressures on inflation from the side of demand by encouraging lower interest rates in the marketplace, in the same manner that it responded in an upward direction during the 1987-89 surge in demand. At the same time, it has been concerned to see to it that this easing can be sustained. The only way for the Bank to do this is by providing confidence through its actions that monetary policy will be conducted in such a way as to seek an underlying path of inflation that is down, not up.

In this general regard, let me underline that the confidence the Bank of Canada seeks to foster is that the Canadian dollar will retain its value in Canada. That is what is meant by price stability. It is also worth noting firstly, that this is not the same as having the exchange rate at any particular level, and secondly, that while

monetary policy must of course guard against losses of confidence in the Canadian dollar, the most basic contribution that monetary policy can make to protecting the external value of our currency is to have a care for its value internally.

The exchange rate is a key price in the Canadian economy, with effects on demand, inflation and output. It is therefore a major economic force to which monetary policy must pay attention, as it should to all major forces affecting the economy. And under Canada's flexible exchange rate regime, in making judgments about monetary conditions and about any required monetary policy actions, the Bank of Canada aims to take into account the effects of exchange rate movements on the likely pace of spending and inflation in Canada. But taking those effects into account is not the same as aiming at a particular exchange rate or exchange rate range. The monetary policy objective has to be broader than that.

* * *

Understandably, most commentary on economic matters deals with events happening close to home and at the time – the 'here and now.' But what originates here in Canada is only part of the story, even if it is in the end the more important part, and what is happening now usually has roots in developments and policies over quite an extended period.

As regards earlier developments, it is clear that if spending had not surged to such an unsustainable level during the late 1980s, this would have helped to avoid the slowing in the past year. It is certainly open to debate how much of the surge, which had both domestic and international sources, could or should have been foreseen. It can also be debated how policies, federal or provincial, could ideally have been deployed to moderate the surge, thus making the expansion more sustainable and avoiding the inflationary fall-out. However, what I believe is hardly open to debate is that, given the way events developed, it was monetary policy's responsibility to provide firm resistance to the spending pressures. Failure to have provided such resistance would have made the situation we face today much more difficult. To have accommodated an unsustainable expansion with easier money would have worsened the inflation, added to the economic distortions associated with inflation, and intensified the economic slowdown that inevitably follows an inflationary boom.

Indeed, a more pertinent question is whether monetary policy during that period of expansion should have been still more restrained in supplying liquidity, not less. It is arguable that if monetary policy had been still more restrictive then, with higher short-term interest rates probably, interest rates would be lower now – and lower across the whole spectrum of rates.

Developments abroad, as I pointed out earlier, are also important in explaining Canada's economic situation. There was a notable international element in Canada's recent boom coming from the sharp increases in the prices of a whole range of the industrial commodities we produce and from a strong industrial economic expansion in the United States. More recently, the influence from these two factors has been towards economic slowing, and our economy cannot help but be similarly affected.

Looking forward, it is evident that the international context, particularly the buoyancy of our export markets in the United States, will similarly be an important influence on the timing and strength of economic recovery in Canada. Internally, progress was made during 1990 in providing a solid basis for renewed economic expansion through the moderation of inflation pressures and the greater realism in economic decision-making that this began to produce. Interest rates have eased. As businesses and individuals increasingly base their decisions on anticipation of easing inflation, the prospects for sustained growth will improve further.

Just how much scope there will be for lower interest rates in the future will depend as well on the perceptions and actions of participants in financial markets. Those perceptions and actions can be affected in the short run by a range of factors, some having to do with economic policies, some not. This is why forecasting in this area is so difficult. However, what can

be said from the vantage point of Canadian monetary policy is that establishing confidence in the value of money is its vital contribution to progress in lowering interest rates. The greater the success we have in Canada in developing that trust, the more assurance there is that our interest rates will come down and stay down. The Bank of Canada will work steadily to consolidate the progress we have made so far.

Sound money is an investment in the economic well-being of the nation. The efforts to bring down inflation in the early 1980s after the disastrous experience of the previous decade were a cornerstone of the sustained expansion that our economy enjoyed in the years that followed. For the 1990s we need to extend and improve upon that success, and not to repeat failure.

* * *

On 26 February 1991, at the time of the federal budget, the Bank of Canada and the Minister of Finance jointly announced targets for reducing inflation in Canada. The targets call for gradual but progressive reductions in inflation until price stability is reached. The intention is to provide Canadians with a clear indication of the downward path for inflation towards which monetary policy actions will be directed over the medium term.

More details about the targets are contained in the Bank's press announcement, which is reproduced at the end of this report.

# THE BENEFITS OF PRICE STABILITY

The first section of this report emphasized the fundamental point that if our nation's economy is to perform well, its citizens need to have confidence that the money they use will hold its value. And money will only retain its value if the general level of prices remains stable – in other words, is not subject to chronic inflation. The view that inflation brings benefits to the economy in the form of higher employment has been discredited by the events of the 1970s and 1980s. What is less widely recognized is that inflation carries with it costs that are widespread and pervasive. Inflation creates increased uncertainty about the future, which makes it much more difficult for everyone to make good economic decisions. It also causes households and businesses to divert substantial amounts of time and money to try to shield themselves from the effects of rising prices. But not everyone is successful, and the inflationary process is inequitable and socially divisive. These are costs that can be avoided if monetary policy is successfully directed to achieving and maintaining price stability. This section reviews in more detail the costs that inflation imposes on the economy.

## Inflation creates uncertainty about the future

In a monetary economy, decisions to buy or sell, to borrow or invest are based on prices – both current prices and the prices expected to prevail in future years. In other words, prices permit comparisons of the current and expected future values of the wide array of goods and services found in different markets, providing workers, managers, savers and investors with the information and incentives to undertake economic decisions. Inflation creates uncertainty, which distorts and confuses that information.

Take for example a decision by a business to build a new plant. Such a decision has to take into account not only the cost of funds and the prices of labour and materials to build the plant, but also the prices expected in the future for the output of the plant and for the labour and materials to produce that output. The future is always uncertain, but the uncertainty is magnified when prices are rising, since inflation is seldom stable and predictable. Inflation makes it much more difficult to make good investment decisions.

Moreover, during inflation, prices do not respond identically to the excess demand pressures. These differing movements in prices are easily misread, and exaggerated expectations frequently develop about the likely further increases in the prices of products that are already rising most rapidly. One result is periodic bouts of over-investment in these products. For example, it is the prices of primary commodities and real estate that have typically responded the most quickly and vigorously during inflationary periods. The burst of investment in developing new sources of primary commodities and in acquiring existing producers of resources during the late 1970s, and the construction boom in condominiums and commercial buildings in some centres during the late 1980s are graphic illustrations of the problem of over-investment in response to the exaggerated expectations to which inflation gives rise.

## The costs of having to cope with inflation

As inflation becomes entrenched, businesses and individuals find that they have to make expenditures of both time and money to deal with its effects. This goes far beyond the need for more frequent revision and reissue of price lists and catalogues. For example, contracts of all sorts become shorter in term so that the parties are not locked into a situation where they can be hurt by unexpected inflation, and this means more effort must be devoted to negotiating contracts. Buyers have difficulty in obtaining guaranteed prices of products for

future delivery. Investors become concerned about hedges against inflation rather than about productive investments. At the peak of inflation in 1980-81, investors turned in large numbers to assets such as real estate, gold and silver, precious gems and works of art, either to protect themselves against inflation or to try to benefit from it.

Financial contracts for instruments such as deposits, loans and security issues have been particularly affected by the concerns about inflation. The average term of such contracts has shortened dramatically since the early 1970s when inflation became a more persistent and serious problem. The long-term corporate bond market has contracted and 25-year residential mortgages have become virtually unavailable. Too many savers were caught by the rise in inflation during the 1970s and are no longer willing to provide funds at fixed interest rates for extended periods. As a result, such long-term funds are no longer as readily available to private borrowers wishing to invest in long-term assets such as housing or production facilities.

Large and frequent users of financial services have increasingly resorted to some very sophisticated techniques to limit their exposure to inflation-related risks. Examples include interest rate and currency swaps as well as futures and options contracts. The diversion of productive resources to the financial sector in an attempt to provide shelter from the effects of inflation has been substantial.

To attract funds, financial institutions and markets need to compensate savers for inflation. Interest rates therefore are higher by an inflation premium that savers demand as an offset for the declining value of their money. But since future inflation is highly uncertain, interest rates in countries with a history of inflation also carry a further premium to cover the risks caused by uncertainty about inflation. As a result, it is more costly for borrowers to obtain funds to carry out their spending plans.

As well, when high inflation requires a high interest premium to compensate lenders for the eroding value of a loan, borrowers are effectively forced to repay their loans much more rapidly than when prices are stable. With mortgage loans, for example, this forced repayment can push homeowners into financial difficulty, even when house values are rising significantly in response to inflation, because the inflation premium embodied in mortgage rates makes it difficult for them to manage their monthly payments.

While savers may receive compensation through interest rates for the fact that inflation undermines the value of their savings, they are required to pay tax on the whole of their interest income. With inflation at 4½ per cent, for example, a saver with a 40 per cent marginal tax rate, who earns just under 5½ per cent after tax on a 9 per cent term deposit, is left with a return of less than 1 per cent after inflation. The decline in the effective return on savings during periods of inflation has had negative effects on the incentive to save. And the interaction of inflation with a corporate tax structure that was similarly designed for a world with stable prices has been a significant distorting influence on the behaviour of corporations.

## Equity and fairness

The costs of inflation do not fall equally on the population. Some individuals and businesses are better placed than others to protect themselves against inflation, but there is also a good deal of chance involved. Frequently, it is the least sophisticated parts of our economic society that lose out when inflation takes hold. The most widespread examples of inflation losses relate to fixed retirement pensions. At 4½ per cent inflation, such pensions will lose half their value in just over 15 years. People who gain from inflation, whether because of their ability to invest in assets that benefit from inflation or by chance, do so only at the expense of others in the community. These gains do not reflect reward for greater effort or contributions to productivity. As a result, inflation leaves a sense of great unfairness in a society, and it undermines the sense of equality of opportunity that is at the base of a successful market economy.

## 'Living with inflation' is no answer

One solution that has been proposed to deal with this unfairness, while at the same time avoiding the effort and discipline that is required to return to price stability, is to adjust our eco-

nomic arrangements to try to live with inflation. The idea is to protect individuals against losses from inflation through indexing all types of incomes and payments. The authorities would aim at stabilizing the inflation rate and, it is contended, the economy would readily adjust to that stable rate, and the costs of inflation would be avoided.

The experience of Canada in dealing with inflation since the early 1970s is a good indication that an economy as complex as ours does not move easily or quickly to adjust to inflation. Clearly, the costs of changing our institutions in order to live with inflation are high. It is not just a matter of indexing incomes. Major changes would be required not only in the personal and corporate tax systems but also in legal arrangements, accounting standards and many other aspects of economic life. It is a telling fact that after 20 years during which inflation averaged 7 per cent, most institutional arrangements have not adapted to take account of inflation.

But even if the institutional changes were made, living with inflation would not be a credible policy. By seeking to stabilize the inflation rate at its current level, the authorities would demonstrate their unwillingness to take the actions required to combat inflation. It is unlikely therefore that anyone would believe that if some adverse development suddenly pushed inflation up to a higher level, the required anti-inflationary actions would be taken. Monetary policy aimed at stabilizing inflation at a given level would constantly be battling against such scepticism. Countries that have gone furthest in indexing their economic systems have typically found themselves facing higher and higher rates of inflation that have put at risk the entire institution of money. A policy of tolerating inflation systematically undermines the capacity of a country to produce good economic performance.

* * *

To avoid the burden that inflation imposes on the economy requires a monetary policy that is firmly directed to reaching and maintaining price stability. It is only with stability in the general price level that a sound basis can be provided for investment and lending decisions and the most effective use will be made of the economy's resources. At the same time, the extensive effort and resources devoted to coping with inflation can be put to more productive use and the unfairness to those who cannot protect themselves from inflation will be eliminated.

# ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

## Demand, economic activity and inflation

The pace of total dollar spending in the Canadian economy slowed substantially during 1990, reflecting primarily a decline in the volume of demand. This moderation followed a period of sustained rapid expansion that pushed economic activity to a high level and generated mounting inflationary pressures. For the economy as a whole, demand has strained productive capacity for several years, and this situation continued into early 1990. Indeed, the level of activity in the non-farm goods-producing sector remained above its long-term historical average through the first half of 1990, before dropping below that average in the third quarter for the first time since 1986.

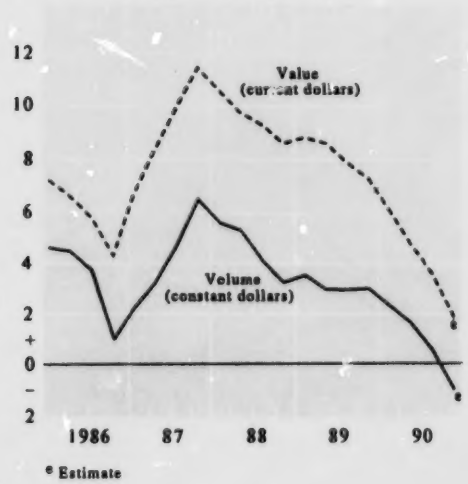
Given the sustained high level of economic activity and persistent inflation, an environment developed in which inflation expectations became strongly held. As well, with tight labour markets through the first half of the year, underlying cost pressures intensified in 1990. However, the significant easing of demand through the year resulted in a marked decline in profits and the upward trend of consumer price inflation was halted and began to reverse.

**Rate of capacity utilization**

**Measures of spending growth**

Gross domestic product

Year-over-year percentage change

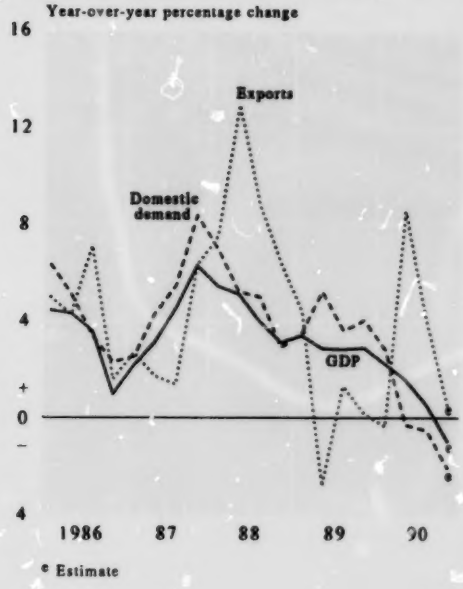



### Demand and economic activity

Total dollar spending is estimated to have increased by about 2 per cent during 1990, compared with just over 7 per cent during 1989. This lower increase reflected primarily an easing in the volume of aggregate demand, which is estimated to have declined by about 1 per cent compared to an increase during 1989 of almost 3 per cent. In particular, domestic demand moderated substantially in 1990, whereas higher export demand was a source of growth.

The capital spending components of aggregate domestic demand, which tend to be more sensitive to interest rates, were particularly

**Growth in the volume of gross domestic product, domestic demand and exports**



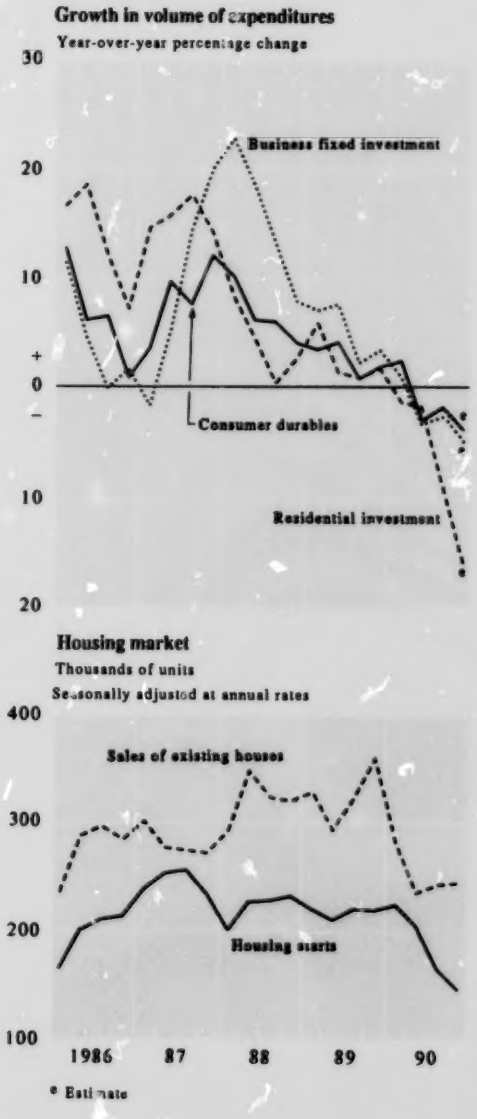

weak – residential investment, business fixed investment and consumer spending on durable goods all declined in volume terms during 1990, after several very strong years.

An unwinding of speculative pressures in major housing markets brought to an end the long boom in residential construction and resale markets. Housing starts fell sharply in the second half of the year to just 145,000 units at an annual rate in the fourth quarter, down about 33 per cent from their level a year earlier. The drop in sales of existing units was also substantial – about 22 per cent for the year as a whole.

In response to the easing of pressures on productive capacity, the continued squeeze on profits, and higher financing costs, firms reduced the volume of capital spending in 1990, following several years of very strong expansion. Towards the end of the year, the pending replacement of the manufacturers' sales tax by the goods and services tax (GST), which reduces the cost of capital goods, led to postponement of some investment spending until early 1991, particularly for commercial vehicles and automobile fleets.

Another important factor in the slowing of total demand was the continued effort by firms to keep inventory levels down in line with sales. A decline in the volume of non-farm inventory investment is estimated to have reduced total domestic demand by more than 1 per cent during 1990. Indeed, reduced inventory investment in the second quarter more than accounted for the decline in total output in that quarter.

**Selected indicators of household and business demand**



Consumers also exercised caution in 1990. The volume of spending by the personal sector in the final quarter of the year was down about ½ per cent from its level a year earlier. Goods demand was down sharply, especially for durable goods, while the volume of spending on services continued to increase. The personal savings rate is estimated to have risen slightly for the year as a whole, despite a marked decline in the second quarter when households reduced their savings to make their final income tax payments for the 1989 tax year. These payments were unusually high because certain tax measures enacted in 1989 had not been reflected in deductions at source during the year.

The slowing pace of domestic demand, particularly the reduction in the volume of spending on automotive products and on machinery and equipment, led to a reduction in the volume of imports of goods. In contrast, the volume of Canadian merchandise exports rose by about 4½ per cent in the year as a whole, despite further deterioration of the competitive position of many Canadian exporters and despite significant slowing in the pace of expansion of the U.S. economy. World demand for Canadian products was sustained by continued strong economic expansion in the major overseas industrial economies, particularly Germany and Japan. An important special factor was the recovery in the volume of wheat exports following a rebound in crops in 1989 and record harvests in 1990.

With stronger exports, the merchandise trade balance in value terms went from a surplus of about $7 billion in 1989 to a surplus of just under $11 billion in 1990. The overall current account deficit was essentially unchanged, however, as the increase in net earnings from merchandise trade was offset by higher investment income payments to foreigners and by a bigger net deficit in foreign travel.

Canadian labour markets remained relatively tight through the middle of the year. Indeed, the unemployment rate fell to a 9-year low of 7.2 per cent in March and averaged 7.5 per cent in the first half of the year. However, as the economy slowed through the balance of the year and wage costs continued to escalate, employment began to decline and the unemployment rate rose, reaching 9.3 per cent in December.

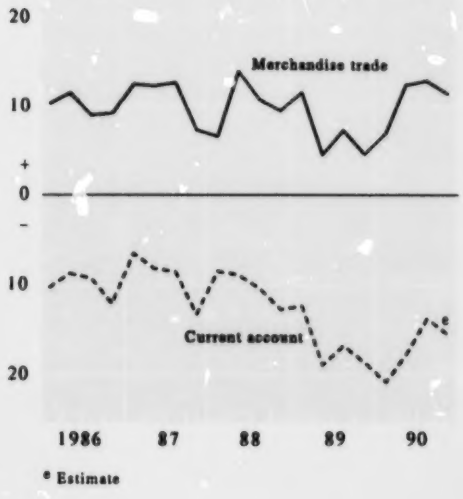
The slowing of economic activity was concentrated in central Canada. In Ontario, the unemployment rate rose to 7.8 per cent in December from 5.4 per cent a year earlier, while in Quebec a similar increase brought the rate to 11.7 per cent. A number of factors have contributed to the weakness in central Canada. These include: the reduction in spending on automotive products in North America, which has depressed the production of transportation equipment and ancillary products such as steel, plastics and rubber, all of which are concentrated in Ontario; weak investment activity in Ontario; and sharply lower activity in the furniture, textile and clothing industries, all predominantly located in Quebec and Ontario. The contraction of real estate activity and of construction, especially residential construction, has been pronounced in central Canada, particularly in the Toronto area.

Employment growth in Atlantic Canada picked up sharply; total employment ended the year up almost 2 per cent from its level in December 1989, compared with a decline of over 1 per cent for the country as a whole. Strong employment growth in the business

**Selected balances**

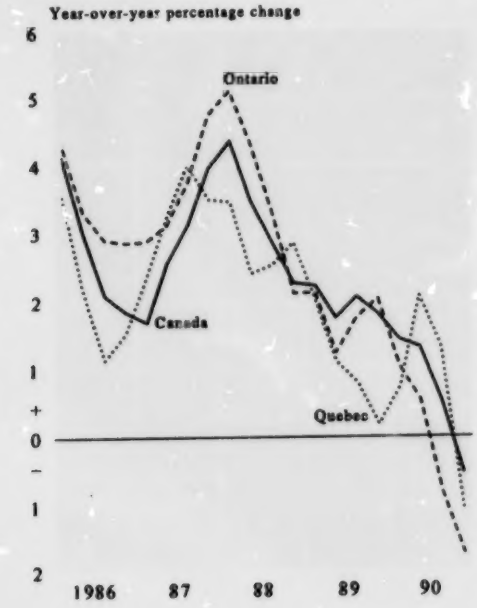
Billions of dollars

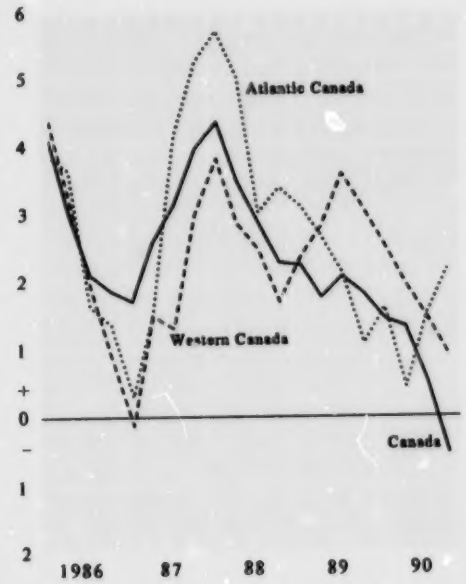
Seasonally adjusted at annual rates



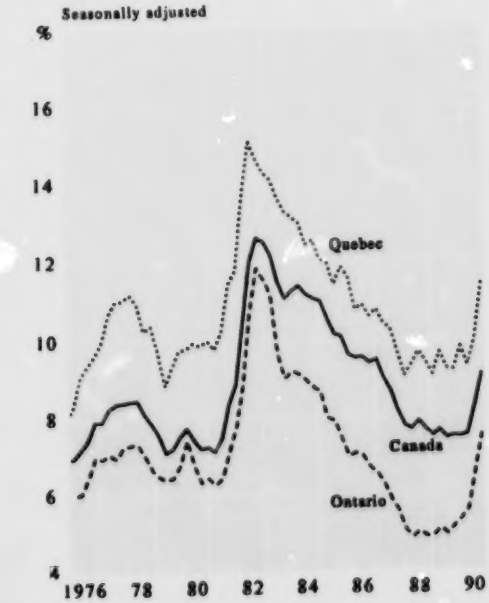

e Estimate

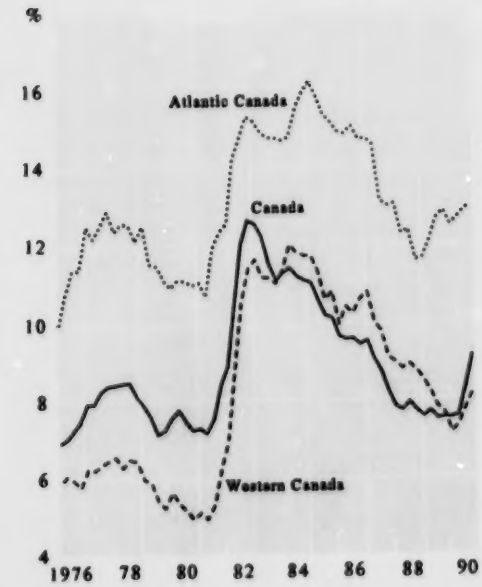
**Growth in employment**




**Unemployment rate**



service sector and in construction, as well as continued investment by resource industries and utilities, limited the impact of a slowing national economy. However, low lobster prices and reduced landings of groundfish have contributed to weakness in the fishery. Output in other resource industries was also down, in part because of strikes in the mining and forest products sectors.

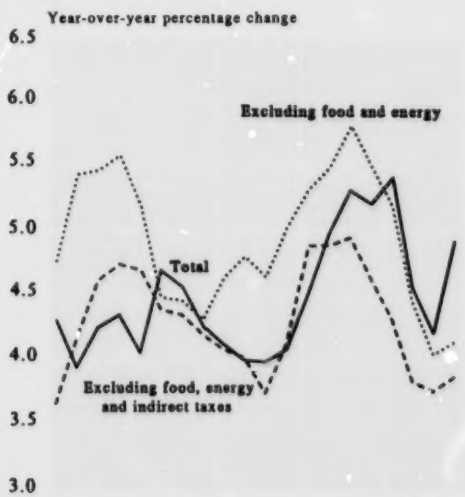
Employment growth in the Prairie provinces remained above the Canadian average, in part reflecting significant investment in forest products and mining. Also, with natural gas gathering systems operating at high levels of capacity and with the prospect of increased sales in U.S. markets, firms have initiated large investments in transmission systems. A record harvest raised grain output and led to higher export volumes but did not generate much income growth, as high subsidies in Europe and the United States and a generally good harvest around the world combined to depress grain prices. Farm support payments from federal and provincial governments were also down.

In British Columbia, employment growth in 1990 remained relatively strong and the province also continued to experience very rapid increases in its labour force owing to both migration from the rest of Canada and immigration from abroad. The B.C. economy was particularly robust in the first half of 1990, buoyed by continued high levels of consumer spending and construction. In the second half, the B.C. economy slowed in the face of falling commodity prices; in particular lumber prices were down significantly due to the sharp decline in residential construction in the United States.

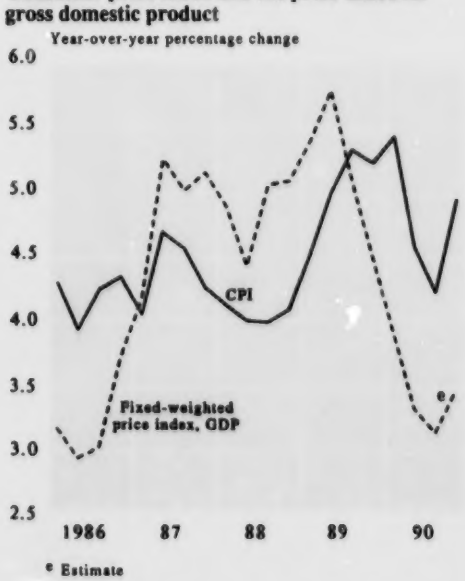
## Inflation and costs

In response to the easing of demand pressures, the acceleration of consumer price inflation through 1989 and early 1990 was halted and then began to reverse. From a peak of about 5½ per cent early in 1990, the 12-month increase in the consumer price index (CPI) fell to about 4¼ per cent in the third quarter. The absence of major new indirect tax increases in 1990 contributed to the improvement, but measures of inflation that exclude the effects of indirect taxes also fell over this period. In the fourth quarter, however, the rate of inflation picked up again to 5 per cent, reflecting the rise in the world price of oil following the buildup of tensions in the Persian Gulf. There was a further sharp increase in early 1991 owing to the rise in the general level of prices resulting primarily from the introduction of the GST on 1 January.

**Consumer price index**




**Consumer price index and the price index for gross domestic product**

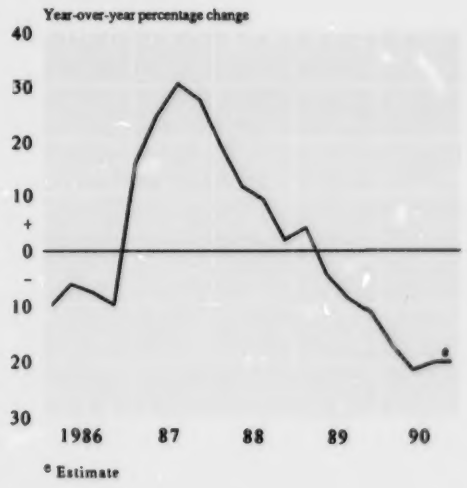


The easing of demand pressures on inflation is also evident from the fixed-weighted price index for gross domestic product, a broad measure of the prices of goods and services produced in Canada. Inflation by this measure has fallen relative to the rate of increase of consumer prices, primarily because of declines in prices of investment goods and most commodity exports, other than oil.

Given the weakness in domestic demand and lower export prices, corporate profit margins were squeezed during 1990. An exception was the energy sector, where higher oil prices were reflected in higher profits.

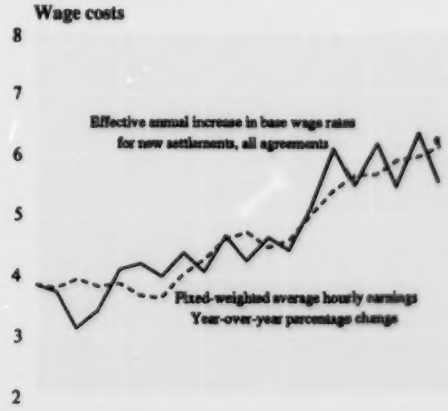
The continuing escalation of domestic costs also contributed to the squeeze on profits. Indeed, there has been little direct evidence to date of the moderation in cost increases necessary for sustained progress in reducing inflation. With labour markets remaining tight through the first half of the year, wage costs continued to escalate. Statistics Canada's fixed-weighted index of average hourly earnings increased almost 6 per cent on average in 1990 compared to just over 5 per cent in 1989. Negotiated increases in base wage rates in major settlements followed a similar pattern, with private sector

**Corporate profits**

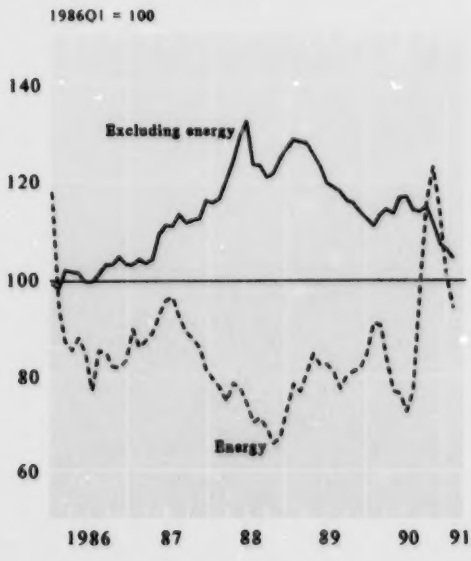



**Indicators of producer costs**

**Wage costs**

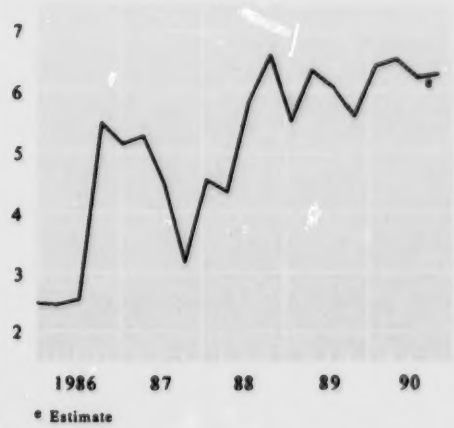



**Bank of Canada commodity price indexes in terms of Canadian dollars**




**Labour costs per unit of output**

Year-over-year percentage change

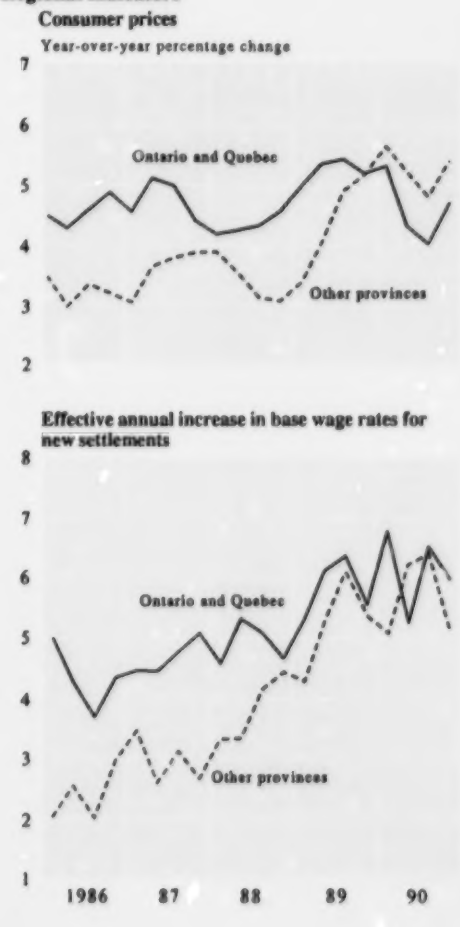


settlements running slightly above public sector settlements on average. Moreover, despite efforts by firms to streamline operations and increase productivity, especially in the resource and manufacturing sectors, unit labour costs are estimated to have risen by more than 6 per cent during 1990. About one percentage point of this increase is attributable to the net effects of higher employer premiums for unemployment insurance and the change in financing of Ontario's health insurance system.

The concentration of the slowing in economic activity in central Canada was reflected in changes in the regional profile of inflation. The rate of increase of consumer prices in Ontario slowed, in part because of a decline in new house prices. Inflation accelerated, however, in western Canada and Atlantic Canada – both regions recorded higher consumer price inflation during 1990 than central Canada. Although the inflation rate in Quebec rose above that in Ontario, it remained below the average for the rest of the country. Despite the sharp slowing in economic activity in Ontario, negotiated wage settlements in that province were above the national average, as were those in British Columbia and Atlantic Canada. Settlements in Quebec, the Prairies and the federal public sector were below the average.

In January 1991, the 12-month increase in the CPI jumped sharply to over 6¾ per cent, reflecting in large part the introduction of the GST on the first of the month.

**Regional indicators**



# Monetary and financial developments

Slower growth in total spending led to a marked deceleration in the pace of expansion of the monetary and credit aggregates in 1990 and, from late spring, to a marked decline in short-term interest rates. In contrast, long-term rates increased in 1990, reflecting the influence of a tightening in world capital markets as well as some domestic factors.

## Monetary aggregates

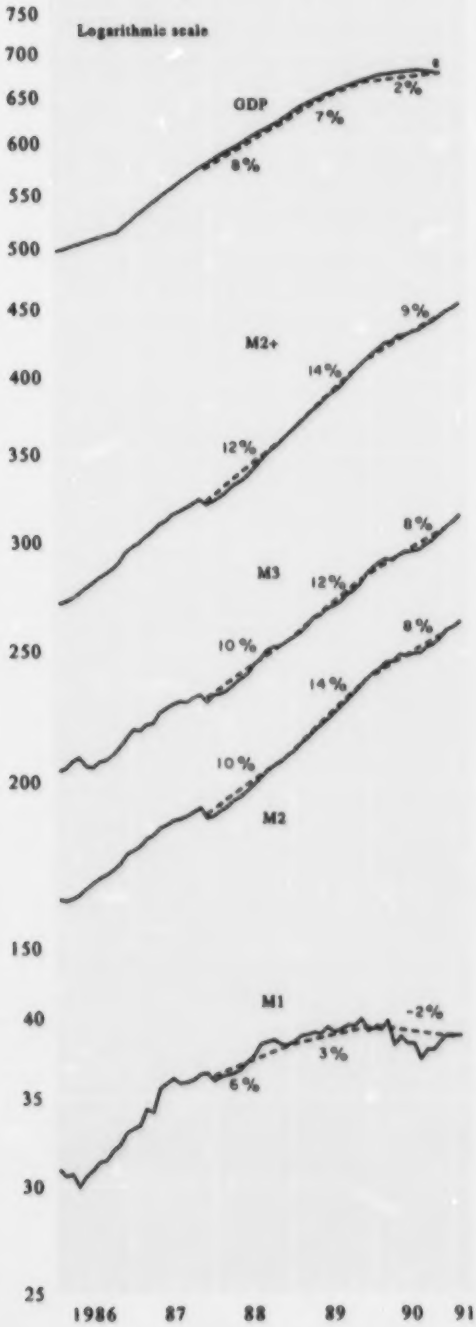
After a significant acceleration in 1988 and 1989, the growth rates of the broad monetary aggregates M2 and M2+ fell below double digits during 1990, to about 8½ per cent. The decline in their rate of growth was mainly attributable to the slowing of total spending. Nevertheless, the growth of the aggregates M2 and M2+ remained well above that of total spending, representing a continuation of the upward trend in the ratio of these aggregates to gross domestic product recorded over most of the past two decades. Similar to last year, a relatively small Canada Savings Bonds campaign boosted the growth of the broader aggregates, particularly M2, in the last quarter of 1990.

The growth rate of the aggregate M3 also

**Canadian interest rates**

## Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)

Billions of dollars, seasonally adjusted data




M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies, deposits and shares at credit unions and caisses populaires, and deposits at Province of Ontario Savings Office and Alberta Treasury Branches

M3:
M2 plus non-personal fixed-term deposits and foreign currency deposits of residents booked in Canada

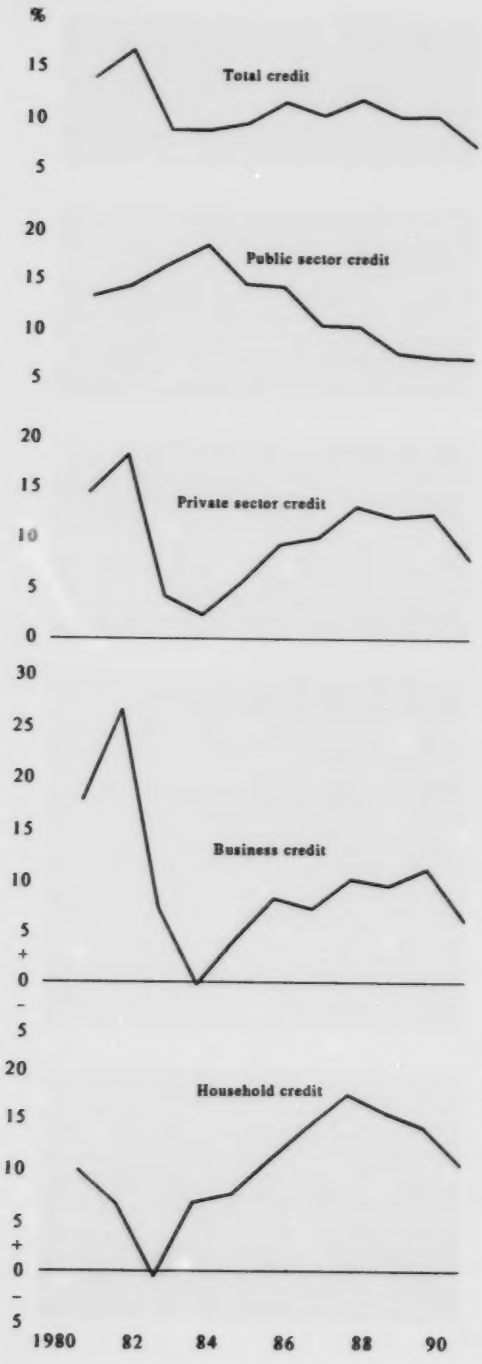
M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits

M1:
Currency and demand deposits less private sector float

Note: Growth rates are calculated as the rate of change on a fourth-quarter-to-fourth-quarter basis. GDP data are quarterly and monetary aggregate data are monthly.

[e] Estimate for the fourth quarter

## Credit aggregates[1]




Total public sector credit[2]:
Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises

Total private sector credit:
Total business and household credit

Business credit[2]:
Loans and financial leases extended to, and acceptances, commercial paper, bonds and equities issued by, non-financial businesses

Household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans

1. Growth rates on a fourth-quarter-to-fourth-quarter basis
2. Adjusted to exclude the effect of exchange rate movements on foreign currency debt

fell below double digits to about 8½ per cent. This deceleration was linked primarily to the slowing of the demand for credit, particularly the demand for bank loans.

The narrower aggregate M1 fell by about 2 per cent over the year, reflecting the weak growth of total spending and the lagged effects of rising interest rates in the early part of 1990. During the year, M1 displayed marked swings, contracting sharply in the first half and rebounding significantly in the second. This pattern is explained to a large extent by interest rate developments. By raising the cost of holding the transaction balances included in M1, the increase in interest rates in recent years contributed to keeping the growth of this aggregate well below that of total spending, a trend that continued into the first half of 1990. However, the recent move towards lower interest rates has encouraged businesses and individuals to rebuild their cash balances. This development should result in the growth of M1 exceeding that of total spending over the near term. Another factor that contributed to the pattern of M1 during 1990 was the unusually large swings in private sector payments items in transit.

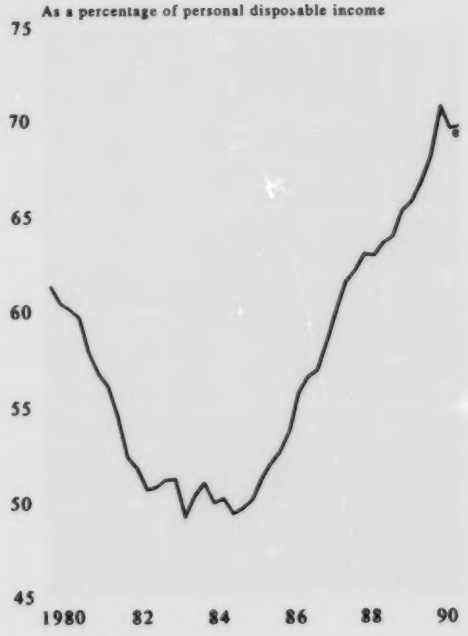
## Credit aggregates

The demand for credit slowed significantly in 1990. The growth in the total indebtedness of the major non-financial sectors fell from the rate of 10 per cent recorded in the previous two years to just above 7 per cent, its lowest rate since 1983. This slowdown was attributable to reduced credit demands by both businesses and households.

The rate of growth of public sector debt was about the same in 1990 as in the previous year. This followed a marked deceleration over the past six years, a deceleration that was particularly pronounced at the federal level. Despite rising debt service costs and economic slowing, government sector financing requirements did not rise in 1990, in part because of an unexpected increase in tax revenues resulting from fiscal reform.

Stimulated by rapidly rising real estate values, among other factors, household indebtedness has grown particularly strongly in recent years. Credit expansion averaged 16 per cent annually from 1987 to 1989, outstripping the growth of personal disposable income, with the result that the household debt-to-income ratio reached a then-record level of 67 per cent in the last quarter of 1989. The rise in interest rates, the slowdown in the economy and the consequent fall in house prices – particularly in southern Ontario – led to a significant decline in the demand for household credit in 1990. The slowdown was evident in both mortgage and personal loans, reflecting the weakness in prices and activity in the real estate market and a moderation in consumer spending. However, total household credit growth, averaging 10 per cent over the year, continued to exceed disposable income growth, and the debt-to-income ratio was estimated to have reached close to 70 per cent in the final quarter of 1990.

**Household credit**[1]



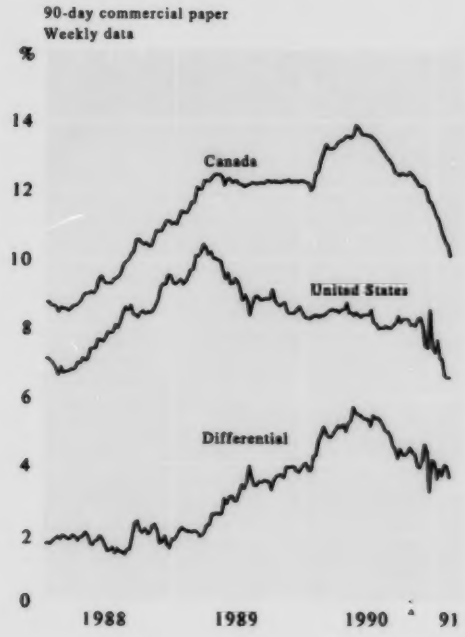

1. All lending institutions

e Estimate

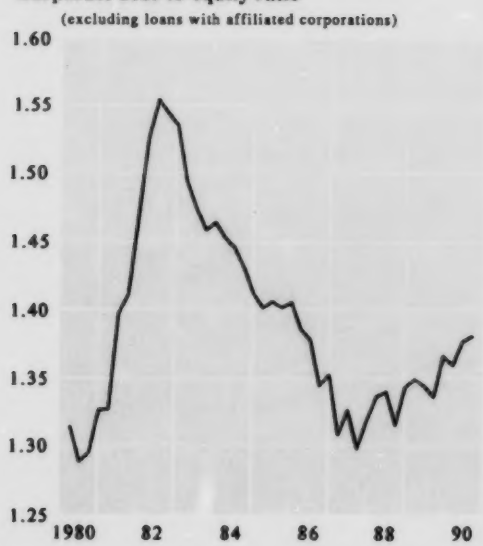
Despite a sharp drop in profits, businesses reduced their credit demands in 1990, especially in the second half of the year. The growth of business credit, which averaged 10 per cent from 1987 to 1989, fell to 6 per cent during 1990. The moderation in credit demand was attributable to tighter inventory control, the postponement of some investment projects and a drop in the number of corporate takeovers. In the face of the decline in profits, corporations reduced their accumulation of financial assets. The debt-to-equity ratio of non-financial businesses continued to rise in 1990; however, given the moderate reliance on debt to finance the strong investment growth of recent years, this ratio remains below its level in 1985, the year when the investment recovery began. Nevertheless, with declining business profits and rising interest costs, the ratio of interest payments to profits now stands at its highest level since 1983.

Although worsening economic conditions have prompted financial institutions to be more cautious in approving loans and lines of credit, this has not impaired their ability to provide financing. Overall, lending institutions have enjoyed high operating profits in recent years and have strengthened their financial condition considerably. The major Canadian banks, for example, have built up significant provisions for sovereign-loan losses, and, as discussed below, their ratio of capital to risk-weighted assets compares favourably with the guidelines developed by the Basle Committee on Banking Supervision and adopted in Canada by the Superintendent of Financial Institutions. While the proportion of non-current loans and the amount of loan losses rose in 1990, they are both well below their average levels through the 1980s. Thus, profitability among financial institutions as a group remains relatively high.

**Canada-U.S. short-term interest rates**




**Corporate debt-to-equity ratio**




## Interest rates and exchange rates

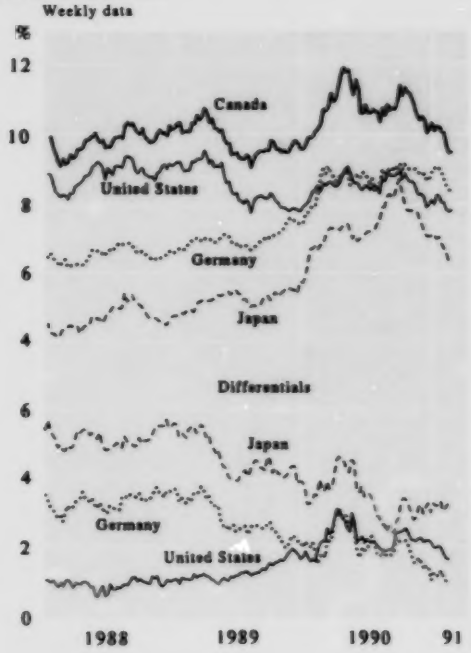
After remaining flat throughout most of 1989, short-term interest rates rose by almost 175 basis points in the first five months of 1990 before beginning a gradual decline. By year-end, the interest rate on 3-month commercial paper had dropped by about 250 points from a peak of 14 per cent in late May.

In light of preliminary indications that the pressures exerted by total spending on the

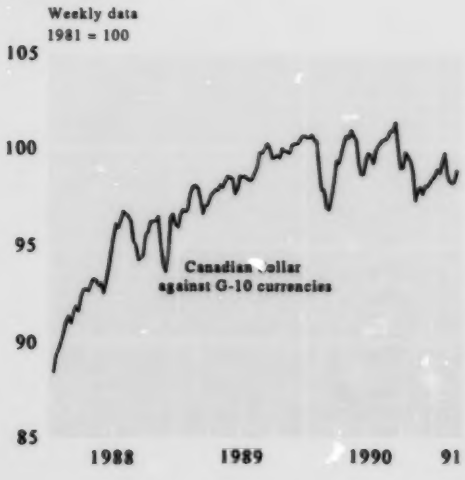
economy were easing, the Bank of Canada tried to encourage a modest decline in short-term interest rates in early 1990. However, this attempt ran up against rising interest rates in international capital markets, and it gave rise to expectations that differentials between Canadian and foreign rates would narrow significantly, triggering a steep decline in the Canadian dollar and resulting in a sharp rebound in short-term interest rates. Initially, the increase in short-term rates acted simply to counter the expansionary impact on aggregate demand of the depreciation of the Canadian dollar, but as signs emerged that aggregate demand remained vigorous and that domestic inflationary pressures were not easing, the Bank did not resist a continued firming of interest rates, even after the dollar had recovered. In the second quarter, concerns about the possible failure of the Meech Lake Accord generated renewed downward pressure on the dollar and upward pressure on interest rates. Subsequently, the slowing in aggregate demand and the easing of inflationary pressures allowed short-term interest rates to decline gradually. The differential between Canadian and U.S. rates for 90-day commercial paper widened to a maximum of 5.6 percentage points in May, then fell back to less than 4 points by the end of the year – about the same as at the end of 1989.

Although it fluctuated widely over the course of 1990, the Canadian dollar was little changed at the end of the year, at 86.21 cents (U.S.), from its 1989 close. However, relative to a trade-weighted average of G-10 currencies, the dollar depreciated by about 2 per cent.

**Yields on 10-year Canadian and foreign government bonds**

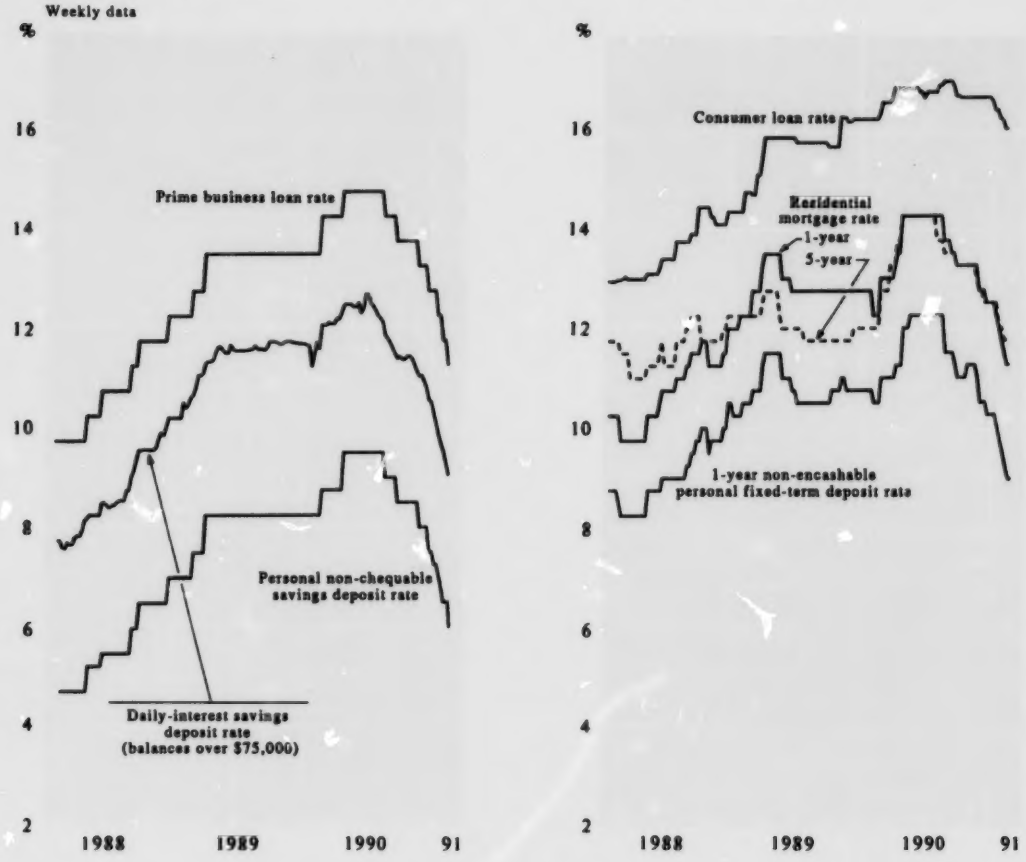



**Exchange rate**




Long-term bond yields rose strongly in early 1990, primarily as a result of a broad-based increase in long-term interest rates in world capital markets that was linked to a number of factors, including the vigour of economic activity overseas, particularly in Germany and Japan, the prospect of increased world demand for capital as a result of the liberalization of eastern European economies and the Persian Gulf crisis. The increase in long-term rates was somewhat larger in Canada than in the United States, and the differential between the rates on government bonds issued by these two countries widened to over 2 percentage points from less than 1½ points in late 1989. The widening of the differential at a time when the inflation rate in Canada was declining relative to that in the United States reflected partly the heightened uncertainty about Canada's political situation and partly the

**Selected bank interest rates**




increased attractiveness of U.S. dollar securities in light of the international situation.

Broadly speaking, administered rates closely followed market rates for similar maturities. Chartered banks raised their prime business lending rate by 1¼ percentage points in the first half of the year in response to rising short-term interest rates; the prime rate was then lowered by 2 percentage points in the second half, reaching 12¾ per cent by year-end. Mortgage loan rates followed the same general pattern, although they rose more strongly in the early part of the year in line with developments in bond yields. Consumer loan rates, in contrast, followed a somewhat different pattern, increasing less steeply than other rates early in the year and then declining only slightly.

During the first two months of 1991, short-term interest rates fell by approximately 1½ percentage points, leading to an additional 1½ percentage point decline in the prime lending rate. Long-term interest rates declined by about half a point and spreads vis-à-vis corresponding U.S. rates narrowed to almost 1¾ percentage points. The Canadian dollar, for its part, strengthened slightly over this period.

## Other financial developments

During 1990, the Bank of Canada continued to support the work associated with the development and implementation of changes to clearing and settlement systems in Canada. This work is directed towards reducing risk and improving efficiency and safety for all partici-

pants using or operating such systems. The issues involved are complex, but a key requirement is that participants have the incentive and capacity to identify and contain the risks they bear. Other issues relate to the distribution of risk, access to the systems, and oversight by public agencies.

The Bank is working with the Canadian Payments Association in its examination of proposals to establish a large-value transfer system. The development of such a system is expected to yield considerable benefits, such as certainty of settlement for financial institutions and same-day finality of payments for payment system users, while at the same time reducing systemic risk. These benefits will also be of importance for those mechanisms designed to handle the clearing and settlement of securities and foreign exchange transactions.

Work on the arrangements for the clearing and settlement of securities transactions has progressed in a number of areas. Risk containment and other policy issues are being addressed by the Canadian Depository for Securities (CDS) and the public authorities. To date, with the cooperation of the Bank and other financial institutions, CDS has immobilized 74 per cent of outstanding Government of Canada bonds and work is continuing on the development of a new system to handle the clearing and settlement of most debt and money market securities transactions. At the same time, substantial progress has been made by the committees set up in Canada (of which the Bank is a member) to study the feasibility of implementing the recommendations of the report of the Group of Thirty on clearing and settlement systems for securities transactions.

The report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries was published by the Bank for International Settlements in November 1990. The committee, which included the Bank of Canada, examined the policy implications of netting schemes for interbank payment orders and foreign exchange transactions. The report suggests minimum standards for the establishment and operation of such netting schemes to ensure the prudent management of credit and liquidity risks and sets out a framework for effective oversight. The usefulness of this report transcends the international payments and foreign exchange markets since the minimum standards also provide a valuable starting point for the consideration of risk management procedures for the clearing and settlement of other financial transactions.

On the legislative side, a revised Trust and Loan Companies Act and Bank Act were introduced into Parliament in the fall of 1990. These will be followed by revised legislation covering insurance companies, co-operative credit associations, and other related statutes. These pieces of legislation comprise the main elements of the federal government's policy on the new legislative framework for federal financial institutions. As part of the restructuring of the legislation, chartered banks will no longer be required to hold statutory reserves against their deposit liabilities. This change will not alter the Bank's ability to implement monetary policy, but will require changes in the mechanics of implementing policy on a day-to-day basis. The Bank will soon publish another discussion paper addressing this issue and will continue to meet with major financial institutions to discuss with them the functioning of the new system.

Major Canadian banks continued to increase their capital levels in advance of the timetable recommended by the Basle Committee on Banking Supervision. All six major banks met the end-1990 interim standard of a 7.25 per cent ratio of capital to risk-weighted assets. In addition, they exceeded the 4 per cent ratio of Tier I capital that is required to be met by the end of 1992. Some of these banks have also already met the 1992 overall capital ratio requirement of 8 per cent.

The Basle Committee noted in its July 1988 paper on capital convergence that it would examine possible approaches for the incorporation of market risks into the risk-weighted capital framework, which to date has focussed mainly on credit risk. During the past two years, the committee has made considerable progress in developing a common approach to the measurement of these risks (foreign exchange risk, position risk in traded securities and interest rate risk). The committee is also working on proposals which would clarify the definition of capital and lead to an improvement in the quality of capital employed by international banks.

# International developments

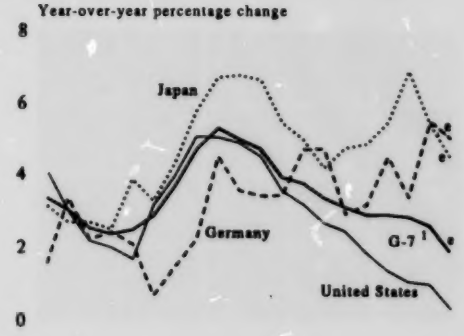
## Major industrial countries

While the overall pace of aggregate economic activity in the major industrial countries continued to moderate in 1990, performance varied widely across individual economies. There was a pronounced slowing in the United States, Canada and the United Kingdom, where inflation pressures had earlier led to a relatively firm monetary policy response. Now that demand conditions in these countries have eased significantly, underlying inflation pressures appear to be abating. In Japan and Germany, in contrast, spending growth accelerated, reflecting continued strong domestic demand and, in the case of Germany, fiscal stimulus associated with unification. High rates of capacity utilization remain a source of upward pressure on prices in these two countries. In the second half of the year, consumer price inflation received an additional boost from the rise in world oil prices associated with events in the Persian Gulf. The outbreak of war in the Middle East early in 1991 has made the near-term outlook for oil prices and inflation highly uncertain for all countries.

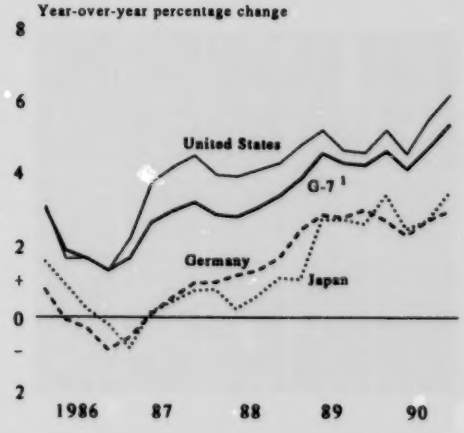
Interest and exchange rate movements during 1990 reflected the divergent patterns of spending and output growth across the major industrial countries. Short-term interest rates declined in the United States, the United Kingdom and Canada, where demand pressures were showing clear signs of moderation, but rose in Japan and Germany, where inflation pressures continued to build. This combination resulted in a decline in the relative yield on U.S. assets and a depreciation of the U.S. dollar against most other major currencies, particularly during the second half of the year.

Long-term interest rates rose sharply in most countries in the first half of 1990. An important contributing factor has been an expectation of increased world demand for capital, particularly in light of developments in eastern Germany and in central and eastern Europe more generally, at a time when strong domestic demand growth in Japan and Germany seems likely to reduce the net supply of savings available to the rest of the world. Also, there may

**Output in the seven major industrial countries [1]**




**Consumer prices**

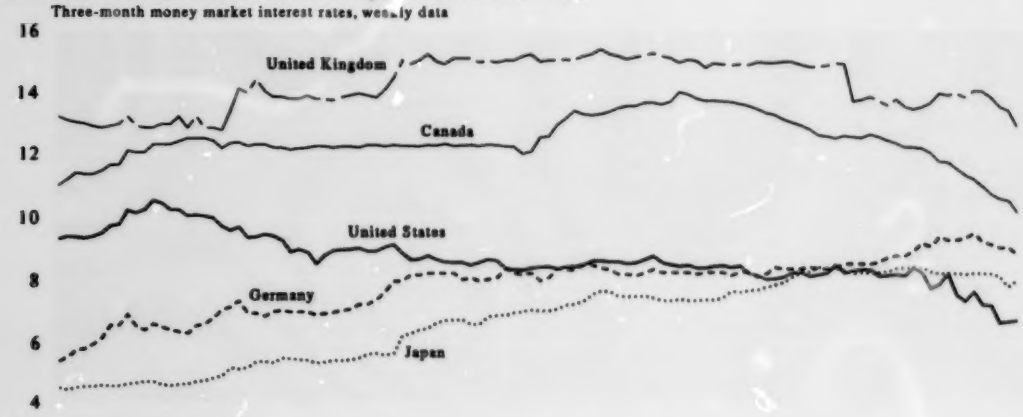



1. United States, Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy, Canada: calculated using 1987 GDP/GNP weights

e Estimate

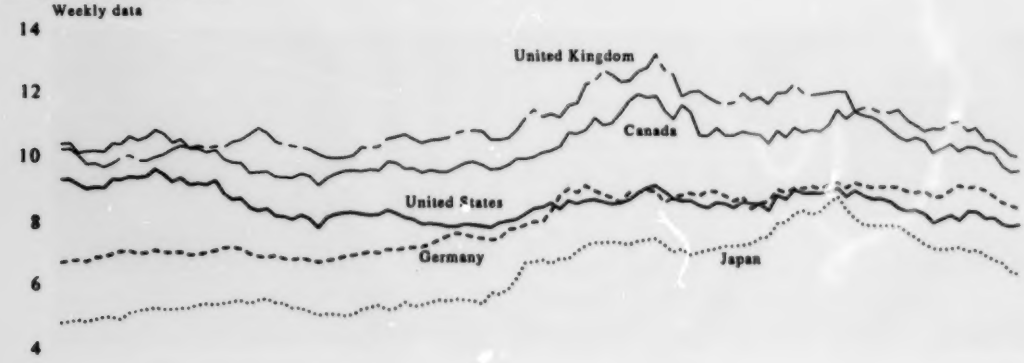
**Short-term interest rates in selected major industrial countries**

Three-month money market interest rates, weekly data




**Long-term interest rates**

Weekly data




**Selected exchange rates**

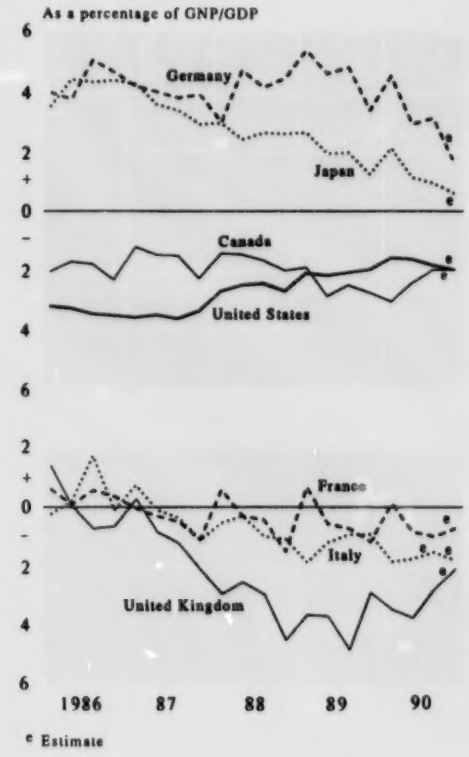
Vis-à-vis the U.S. dollar, January 1990=100, weekly data

have been increased uncertainty regarding global inflation prospects. However, long-term interest rates declined in most major countries towards year-end and into early 1991, led by those in the United States. All the major industrial countries experienced sharp declines in equity prices in 1990, coupled in some cases with a weakening of real estate prices. These developments have raised concerns in some countries about the potential vulnerability of financial systems to any further slowdown in the pace of economic activity, and about their implications for the spending behaviour of households and firms.

A number of factors combined to promote the adjustment of external imbalances among the major industrial countries in 1990. Principal among these were the relative cyclical positions of the economies, with strong domestic demand growth in Japan and western Germany, coupled with more subdued domestic demand growth in the United States, the United Kingdom and Canada. Towards year-end external positions also began to be influenced by higher world oil prices, reducing the external surpluses of Japan and Germany, although at the same time adding to the deficit of the United States. The depreciation of the U.S. dollar relative to the Japanese yen and German mark during the second half of the year is expected to further boost import demand and dampen exports in Germany and Japan. An additional factor that is expected to affect the pattern of external imbalances is the unification of eastern and western Germany, which was formalized in October. It is anticipated that the resulting extra stimulus to domestic demand in Germany will bring about a further reduction in the German trade surplus, while reducing trade deficits elsewhere.

The monetary future of Europe continued to dominate discussions of European economic integration in 1990. Concrete progress was made in the direction of European monetary union, as Italy adopted a narrower fluctuation band for the lira within the Exchange Rate Mechanism (ERM) of the European Monetary System early in the year and the United Kingdom officially took sterling into the ERM in October. In December, members of the European Community began formal proceedings to determine the institutional characteristics of a future European central bank.

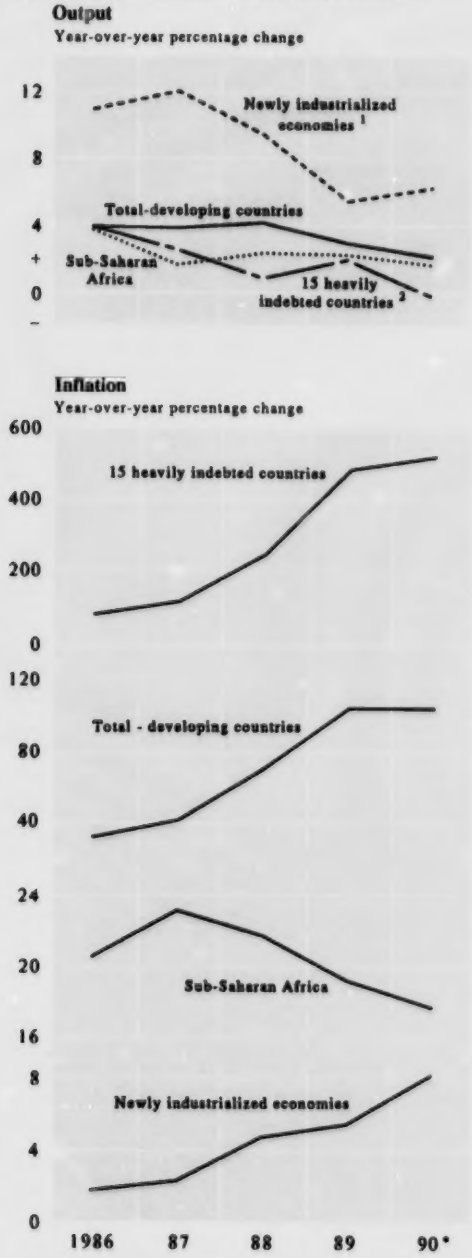
**Current account balances**




## Developing countries

For developing countries as a whole, 1990 marked another difficult year. In sub-Saharan Africa output growth slowed further from the already modest pace recorded the previous year. In the 15 heavily indebted middle-income countries, the average level of output was unchanged in 1990, although this outcome was largely the result of developments in Brazil and Argentina, where restrictive measures were taken to combat hyperinflation. Despite such stabilization efforts in these and other countries, average inflation in the major debtor countries reached new highs. While higher oil prices are adding to these price pressures, oil-exporting countries such as Mexico, Venezuela and Nigeria can be expected to benefit from higher export earnings. However, the effect of higher oil prices on aggregate demand in industrial

**Output and inflation in developing countries**




* Data for 1990 are estimates.

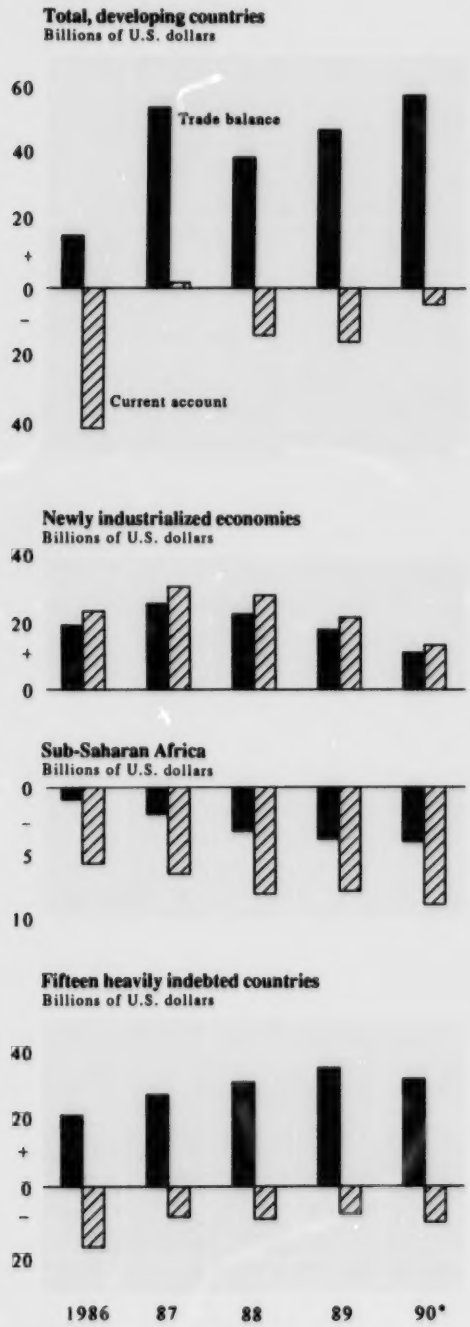
1. Hong Kong, South Korea, Singapore, Taiwan Province of China
2. Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Côte d'Ivoire, Ecuador, Mexico, Morocco, Nigeria, Peru, Philippines, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia

countries, and therefore on developing country exports, as well as lower prices for other primary commodities, will mean a more difficult economic environment for most other developing countries.

While the overall picture has not been encouraging, there were a number of bright spots in 1990. The Asian newly industrialized economies continued to record strong economic growth, albeit at rates well below those seen in the mid-1980s and against a background of rising inflation. As well, certain highly indebted countries which have introduced and persevered with reform measures, such as Mexico, Colombia and Venezuela, managed to record moderate rates of economic growth in 1990. In Chile, where reforms had been introduced somewhat earlier, economic growth eased to a more sustainable pace, following several years of very rapid expansion. Conditions have improved sufficiently that these four countries have been able to undertake modest amounts of new borrowing in international capital markets.

The improved economic climate and declining external debt ratios observed in some of the major debtor countries can also be attributed to new initiatives advanced under the international debt strategy. Mexico, the Philippines, Costa Rica, Venezuela and Uruguay implemented debt and debt-service reduction agreements with their commercial bank creditors, in the context of adjustment programs negotiated with the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank. Extensions to the international debt strategy during the past year can be expected to lead to additional progress in resolving the debt crisis. In particular, increasing attention is now being given to ways of providing debt relief to those debtor countries that are primarily indebted to official creditors. Special credit terms were extended by official creditors to very poor countries outside Africa for the first time in 1990, and creditors have agreed that official loans extended to lower middle-income countries may now be rescheduled over longer periods. Creditor governments have also agreed to consider schemes for public sector debt reduction involving debt-equity swaps and environmental initiatives. Other measures are under consideration.

**Trade and current account balances of developing countries**




* Data for 1990 are estimates.

**External debt situation in developing countries**

* Data for 1990 are estimates.

## Central and eastern Europe and the Soviet Union[1]

After stagnating for several years, the centrally planned economies of central and eastern Europe and the Soviet Union were thrown into turmoil during 1990, as traditional economic mechanisms faltered or ceased functioning altogether. A number of countries have embarked on ambitious programs of economic reform, amid growing acceptance of free market principles and a more open competitive system. However, the reform process has proved difficult, reflecting, among other things, a lack of

[1] Although the classification of the various countries in this region of the world is somewhat fluid, for the purposes of this report central and eastern Europe include the Czech and Slovak Federal Republic (Czechoslovakia), Hungary, Poland, Bulgaria, Romania and Yugoslavia.

consensus on how best to proceed. These economies have also been adversely affected by the breakdown of regional trading arrangements, the disruption of oil production in the Soviet Union, higher world oil prices, and restrictions on trade arising from events in the Persian Gulf. As a result, their output declined significantly in 1990.

Inflation performance varied widely across the region. Strict economic policies led to a significant deceleration of inflation in Poland and Yugoslavia during the first half of the year, although some reversal of earlier gains was evident during the second half. Relatively tight monetary policies also limited the rise in inflation associated with the removal of subsidies and higher oil prices in Hungary and Czechoslovakia. In contrast, the continued automatic accommodation of credit demands led to a further deterioration in inflation performance in the Soviet Union, Bulgaria and Romania.

The major industrial countries are providing technical assistance to these countries, both bilaterally and through multilateral efforts under the auspices of the IMF, the World Bank and the Organisation for Economic Co-operation and Development. They have also participated with other countries in establishing a new institution, the European Bank for Reconstruction and Development, whose mandate is to promote private sector development in the economies of its central and eastern European members.

## International financial institutions

The continuing demands of the international debt strategy, the dramatic turn of events in central and eastern Europe and in the Soviet Union, and developments in the Persian Gulf made 1990 an active year for the IMF and the World Bank. In May, IMF members agreed to a 50 per cent overall increase in the institution's capital, with the associated increases in individual quotas now awaiting ratification in member countries. This increase will allow the IMF to continue to play a central role in international financial affairs over the coming years, including the provision of financial and technical support for economic reforms in central and eastern Europe. Czechoslovakia and Bulgaria became members of the IMF and the World Bank in 1990, joining Hungary, Poland and Romania, which were already members.

Recent developments in the Persian Gulf have also added to the balance of payments difficulties of a number of developing countries, increasing the need for co-ordinated international assistance. In addition to higher oil import costs, some countries have been affected by declines in earnings from shipping and workers' remittances, and losses of export markets associated with the United Nations' sanctions against Iraq. In response, both the IMF and the World Bank have modified existing programs to permit an increase in, and an acceleration of, conditional lending to eligible countries.

Another significant institutional development in 1990 was the ninth replenishment of the resources of the International Development Association (IDA), an affiliate of the World Bank. IDA resources are used to provide concessional financing to poor countries, with program areas targeted for action being poverty reduction, macroeconomic and structural policy reform, and the environment. In addition, members of the World Bank agreed to establish the Global Environmental Fund, which will provide grants or concessional loans to developing countries to assist them in implementing environmental protection programs.

## Bridge-financing arrangements

The Bank of Canada, with the concurrence of the Minister of Finance, participated with the monetary authorities of other industrial countries in three bridge-financing arrangements during 1990. Canada's shares in the multilateral facilities extended to Venezuela, Guyana and Hungary were U.S.$13 million, U.S.$31.75 million and U.S.$5 million, respectively. In all three cases the financing was related to an economic adjustment program undertaken with the assistance of the IMF and the World Bank. These facilities were repaid in full on or before their maturity dates. The arrangement for Guyana was especially significant in that it was the first example of a new, collaborative international effort to address the problem of overdue obligations to multilateral financial institutions. Canada chaired the international 'support group' which helped Guyana repay its arrears and normalize relations with these institutions. Two other bridge facilities, which were arranged in 1989 for Mexico and Poland, were also repaid in full in 1990.

# BANK OF CANADA OPERATIONS

## Bank of Canada monetary policy operations

In implementing monetary policy, the Bank of Canada uses a variety of techniques to affect short-term interest rates. The main technique is the day-to-day adjustment of the total supply of deposit balances that the chartered banks and other directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA) maintain at the Bank of Canada. The Bank makes available a level of balances each day which is intended to result in an appropriate range for overnight rates – the rates which banks pay for one-day deposits and investment dealers pay for one-day loans to help finance their inventory of money market instruments. Depending on whether the amount of balances provided exceeds or falls short of the amount desired by the banks and other institutions, the overnight rate will generally either decline or increase. Appendix table 2 shows the minimum amount of Bank of Canada deposit balances required by the banks for cash reserve purposes as well as the average actual level of such deposits for each averaging period in 1990; it also shows the clearing balances of other directly clearing institutions of the CPA.

Transactions between the Bank and money market participants may also have an influence on the overnight financing rate. The most common of these is the Purchase and Resale Agreement (PRA). These transactions are undertaken at the initiative of certain designated investment dealers and involve purchases by the Bank of treasury bills or short-term government bonds that the dealer agrees to buy back, usually the next day, at a pre-arranged price. These designated investment dealers (investment dealer jobbers) are entitled to initiate PRA transactions up to a predetermined amount at Bank Rate. The amount available under PRA is not large compared to total daily financing needs and may be viewed as a line of last resort to be used when regular financing becomes unduly expensive. The Bank may also take direct action to ease the cost of overnight financing by initiating PRA in an amount and at a rate of its choosing. In this case, the arrangement is called 'Special' PRA (SPRA) and the amounts involved often exceed the amount available under PRA arrangements. The group eligible to enter into SPRA arrangements comprises the investment dealer jobbers plus designated chartered banks (bank jobbers). The other technique that the Bank uses to affect the overnight rate involves a Sale and Repurchase Agreement (SRA). This is the opposite of SPRA in that it provides the Bank with a method of countering inappropriate downward pressure on the overnight rate. The Bank offers to sell Government of Canada securities to chartered banks at a rate of its choosing and agrees to buy them back the following day.

These actions to influence the overnight rate have a pervasive influence on the whole spectrum of short-term interest rates. However, the Bank may also engage in transactions to affect short-term interest rates more directly by engaging in purchases or sales of treasury bills, typically with a term to maturity of about 3 months, with money market participants. The 3-month treasury bill rate has special significance because it serves as the basis for the weekly setting of Bank Rate.

During 1990, the Bank actively used all of these various techniques. On balance, the daily setting of deposit balances maintained upward pressure on money market rates through the spring and net sales of treasury bills and SRA were undertaken to reinforce the rise. Since the late spring, Bank of Canada money market operations have been directed at encouraging an orderly reduction in short-term interest rates. At times, market participants developed expectations of an unduly rapid decline in rates and the Bank acted vigorously to temper the pace. Almost without exception in the second half of

the year, the overnight financing rate was maintained well above the 3-month treasury bill rate and the Bank frequently engaged in sales of bills in the market. As a result of the high overnight financing costs, investment dealer jobbers made extensive use of PRA. On occasion during this period the overnight rate rose to levels higher than intended and the Bank used SPRA to moderate the rise.

For the year as a whole, net sales of treasury bills to investment dealers and banks amounted to approximately $12 billion (Appendix table 3). Jobbers made use of PRA on more than 140 occasions and SPRA was extended 48 times; SRA was offered on 22 occasions and transacted on 15 (Appendix table 4).

The Bank also undertakes securities transactions for reasons other than interest rate objectives. The Bank will buy or sell Government of Canada securities, primarily treasury bills, for its own balance sheet requirements and on behalf of clients (central banks, Government of Canada accounts and international agencies). The Bank made net purchases of approximately $20.5 billion of treasury bills at tender in 1990 but sold over $8.5 billion to government and client accounts. Together with the sales in the market to investment dealers and banks, the Bank's holdings of bills declined by $550 million during the year (Appendix table 3). Activity in bonds was extremely light, with the Bank typically acquiring amounts of new issues that were smaller than its maturing holdings. There were very few bond transactions for clients or with investment dealers and banks during the year.

Other operations with money market participants that affect the Bank's balance sheet relate to advances to directly clearing members of the CPA. These institutions will, on occasion, experience shortfalls in their balances at the Bank of Canada and in those cases the Bank extends an overnight loan to the institution. Appendix table 4 shows the average amounts of such advances outstanding during 1990, including $29.6 million of extraordinary advances first made in 1985 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank and which are still outstanding.

## Management of government debt and cash balances

In its role as fiscal agent for the Government of Canada, the Bank of Canada acts as adviser and administrator for debt and cash management operations. In 1990, the government's domestic debt outstanding increased by $22.4 billion as shown in Table 1 below. Treasury bill financing was relied on to a much lesser extent in 1990, reversing the trend of the previous two years, while the issue of marketable bonds increased markedly. Canada Savings Bonds (CSBs) outstanding declined significantly for the second year in a row.

The domestic marketable bond program included 28 issues (Appendix table 5); approximately 66 per cent of the dollar value of the new issues was sold by auction, with the remainder sold on a fixed-price basis through a syndicate of investment dealers and banks. The maturities of the new bonds were spread rather evenly over the short, medium and long term and a maturity of 30 years was introduced for the first time. The average term of the new issues was 9 years, 10 months versus 9 years, 2 months in 1989 and the average term of the stock of outstanding bonds increased marginally from 7 years, 8 months to 7 years, 10 months. The average term of the marketable portion of the domestic debt, consisting of bonds and treasury bills, increased slightly from 4 years to 4 years, 1 month. As shown in Table 2, the proportion of the domestic debt outstanding in the form of marketable bonds increased to 44.9 per cent.

For the second year in a row, there was a sharp decline in the amount of CSBs outstanding, from $42.5 billion to $34.4 billion at year-end. At the peak in 1987, there were approximately

**Table 1**

**Changes in Canadian dollar Government of Canada securities outstanding, 1986-90**

**Billions of dollars (par value)**

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---|---|---|---|---|---|
| Treasury bills | +10.3 | +4.5 | +20.9 | +25.5 | +14.9 |
| Marketable bonds | +11.3 | +11.2 | +11.0 | +9.9 | +15.6 |
| Canada Savings Bonds | −4.3 | +8.6 | −0.5 | −10.8 | −8.1 |
| Total | +17.3 | +24.3 | +31.4 | +24.6 | +22.4 |

**Table 2**

**Proportion of debt**

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---|---|---|---|---|---|
| Treasury bills | 33.9% | 32.3% | 36.4% | 42.2% | 43.9% |
| Marketable bonds | 44.1% | 44.3% | 43.2% | 42.9% | 44.9% |
| Canada Savings Bonds | 22.0% | 23.4% | 20.4% | 14.9% | 11.2% |
| Total | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

$54 billion of CSBs outstanding. As in 1989, the reduction was primarily attributable to large net redemptions in the first half of the year together with modest sales in the fall campaign period. Between October 1989, when the 1989 issue was marketed with a yield of 10½ per cent, and May 1990, short-term interest rates increased by about 150 basis points. Between the end of November and the first few days of May, redemptions totalled approximately $6 billion. On 15 May, the Minister of Finance announced an increase of 1 percentage point, to 11½ per cent, in the CSB rate for the 5-month period beginning 1 June. By the fall, short-term interest rates had declined considerably from the peak of late May, and the yield on the 1990 issue of CSBs, which was announced on 12 October, was set at 10¾ per cent for the first year. Gross sales of the new issue amounted to $6.7 billion, compared to $9.3 billion in the previous year, and were the lowest since the 1980 campaign.

The amount of new money raised through the treasury bill program was approximately $10.6 billion less than in the previous year. There were two main reasons for this decline. The bill is the usual means of financing the acquisition of foreign exchange and unusually high redemptions of CSBs, and both of these requirements were lower in 1990 than in 1989. In addition, a conscious effort was made to increase the proportion of the debt in marketable bonds in order to reduce somewhat the year-to-year variability of debt-servicing charges. As shown in Table 2, the portion of the outstanding debt held in the form of marketable bonds increased by 2 percentage points. Treasury bills and CSBs both have interest rates that vary in the short run, and the percentage of the outstanding debt held in these two forms taken together declined by 2 percentage points.

The amount raised in 1990 through the treasury bill program varied widely, in line with the fluctuating monthly financing requirements. In January and February, borrowing requirements were relatively low and the amount of bills outstanding declined. In August, in contrast, foreign exchange purchases led to a marked increase in borrowing requirements, and the treasury bill program was used to raise almost $6 billion on a net basis. The ability to alter the size of the weekly treasury bill program also permitted the government to hold its deposit balances – on which it generally earns a rate lower than its cost of funds – to the minimum cushion necessary for its fluctuating needs. As well, the government made increased use of bills with terms as short as 35 days to cover temporary low points in its balances or to reduce the size of the regular weekly auctions. In all, 22 of these short-term cash management bills were issued in 1990, raising $24.0 billion compared to $22.5 billion in 1989 and $13.8 billion in 1988.

Another part of the government's effort to manage its cash balances efficiently was its auction of term deposits. Balances in excess of daily requirements were auctioned for specific terms to eligible bidders, i.e., to directly clearing members of the CPA. These auctions were initiated in 1986, and during 1990 were typically held four or five times a week, ranging in size from $200 million to $2,000 million and in term from one to eleven days.

The auctioning of the share of the daily demand balance, introduced in 1989, resulted in a marked redistribution in 1990 of the demand balances among the direct clearers. In this arrangement direct clearers submit bids expressed in terms of an interest rate differential below the prime rate for the share of the daily demand balance that they wish to receive each day of the next reserve-averaging period. The share won by non-bank direct clearers decreased steadily during the year to fairly low levels by year-end.

Swap agreements of $1,975 million were arranged during the year as part of the Government of Canada's domestic interest rate swap program, initiated in 1988. These transactions ranged in term from 2 years to about 5½ years. Under the swap agreements, the government receives interest payments at a fixed rate from swap counterparties, and these payments are notionally applied to the interest cost on outstanding fixed-rate Government of Canada bonds. In exchange, the government makes floating-rate payments on equivalent principal amounts to the counterparties, based on 3-month bankers' acceptance rates. If the average spread between 3-month bankers' acceptances and 3-month treasury bills continues to be about 13 basis points, as has been generally the case

over the past year, the government's effective floating-rate cost of funds on its 1990 swaps will translate to about 89 basis points below the 3-month treasury bill rate. The total amount of these swaps outstanding stood at $4,975 million at year-end.

The government also undertook in 1990 a series of foreign currency interest rate swaps that were designed to improve the balance between the cost of outstanding foreign currency liabilities and the return on corresponding foreign currency assets held in the Exchange Fund Account (EFA). In essence, the fixed interest rate cost on certain liabilities was swapped into a floating rate. Accordingly, the running service costs for these liabilities will more closely track the investment return on EFA assets, which tend to be of short maturities. In total, fixed-rate obligations of U.S.$675 million and yen 60 billion were swapped into floating rates (based on the London Inter-bank Offered Rate for U.S. dollars and yen) with a group of Canadian and foreign bank counterparties.

In April 1990, the Government of Canada placed a special issue of $8.4 million compound interest bonds with the Government of Mexico. The issue, on which interest will accrue at a rate of 10.186 per cent to a redemption value of $162.5 million at maturity on 31 December 2019, was used by Mexico as collateral against a portion of restructured loans which that country owes to international banks.

As discussed in the next section of this report, foreign exchange reserves continued at high levels in 1990, enabling the government to retire the equivalent of U.S.$794 million of its foreign currency debt in 1990. No new foreign currency issues were undertaken. Government of Canada issues totalling U.S.$649 million were redeemed at maturity including U.S. dollar and Swiss franc issues as well as a small Canadair Limited obligation (government guaranteed). In addition, U.S.$145 million of outstanding Government of Canada foreign issues, repurchased in 1989 and early 1990 in the open market as part of a buyback program, were cancelled in early 1990.

The high level of foreign exchange reserves also meant that the Canada Bills program was not aggressively used in 1990. Canada Bills are short-term U.S. dollar notes issued in the U.S. money market and give Canada access to a relatively low-cost source of U.S. dollars. Although dollars were not needed from this source for foreign exchange intervention purposes in 1990, the amounts outstanding were maintained at a level intended to ensure future access to this source of funds. Month-end balances ranged from a high of U.S.$1,236 million in March to a low of U.S.$735 million in September.

The Government of Canada's U.S. dollar standby credit facilities, which provide quick access to U.S. dollar short-term credit from banks, have not been used since 1986. In late 1989, the maximum size of these facilities was reduced to U.S.$1 billion with Canadian banks and U.S.$2 billion with other banks; in early 1990, a renegotiation of the terms of both facilities lowered the commitment fees and extended the maturity dates to 1995.

# Foreign exchange operations

At the end of 1990, the foreign exchange value of the Canadian dollar was little changed from its 1989 close. It was down by 0.13 per cent against the U.S. dollar, to U.S.$.8621, and was lower by 2.03 per cent on a trade-weighted basis against the G-10 currencies, owing to a depreciation against the major overseas currencies of 10.5 per cent. While the net change over the year in the bilateral rate against the U.S. dollar was small, the Canadian dollar varied considerably in value, ranging from a low of U.S.$.8275 in February to a high of U.S.$.8859 in August.

After strengthening steadily through the second half of 1989, the dollar declined sharply at the beginning of the year, fuelled by expectations of a significant narrowing in short-term interest rate differentials with the United States and other overseas countries. This was followed by six months of steady appreciation, interrupted by a period of weakness in May associated with uncertainty about the outcome of discussions of the Meech Lake Accord. Tensions surrounding the Iraqi invasion of Kuwait and the resulting rapid increase in the price of oil brought the dollar to a 12-year high on 23 August, but this level was not sustained as interest rates in Canada continued to decline through the third quarter and spreads with the United States narrowed. During the last quarter of the year the dollar traded within a relatively narrow range. Interest rate declines in Canada were more or less matched by those in the United States, while continuing tensions in the Gulf, foreign borrowing activity by Canadians, and Canadian dollar-denominated borrowing by others led to a strong demand for Canadian dollars from abroad.

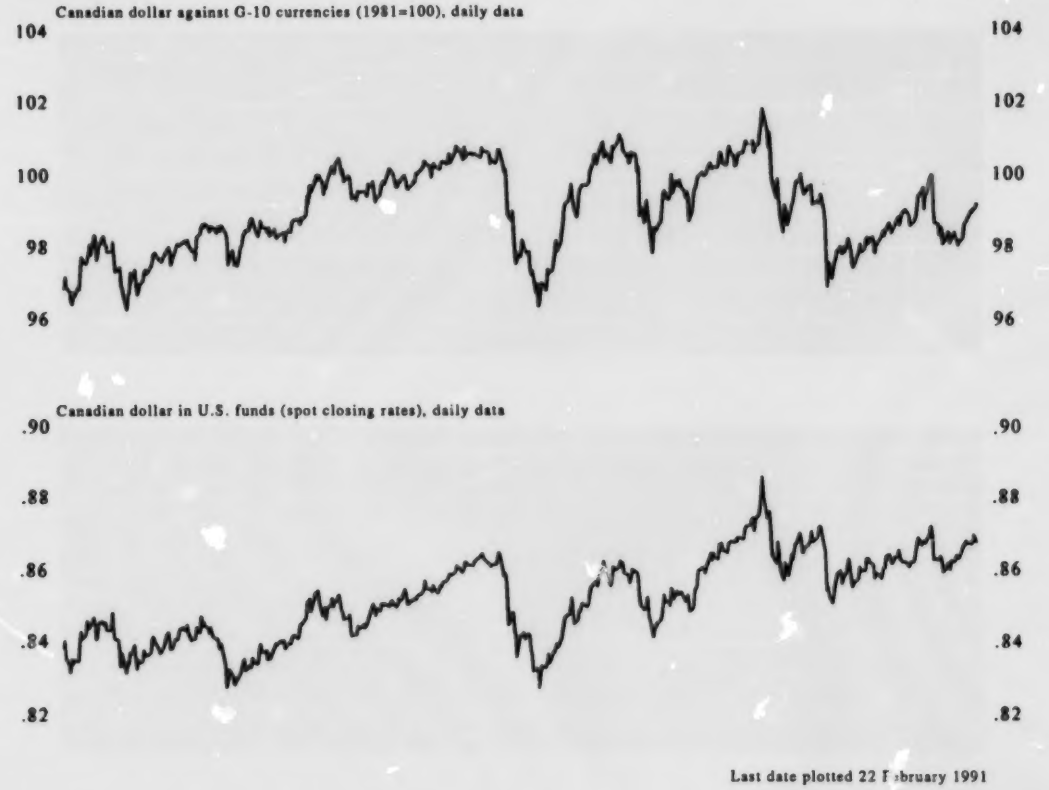
The Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, intervenes in the foreign exchange market to help maintain orderly conditions. Generally these operations involve the purchase or sale of U.S. dollars and directly affect the U.S. dollar holdings of the Exchange Fund Account. On occasion, however, the Bank also intervenes in other currencies, notably Japanese yen and German marks. Such intervention may involve Canadian dollars when market conditions are not appropriate for U.S. dollar transactions, or U.S. dollars, in the case of concerted intervention with other G-7 central banks.

Overall, Canada's holdings of official international reserves increased by the equivalent of U.S.$1,785 million to U.S.$18,581 million in 1990. The U.S. dollar portion of reserves declined by U.S.$13 million to a level of U.S.$11,476 million, but varied from a month-end low of U.S.$7,464 million in May to a month-end high of U.S.$11,602 million in August 1990, reflecting the pattern of exchange rate movements through the year.

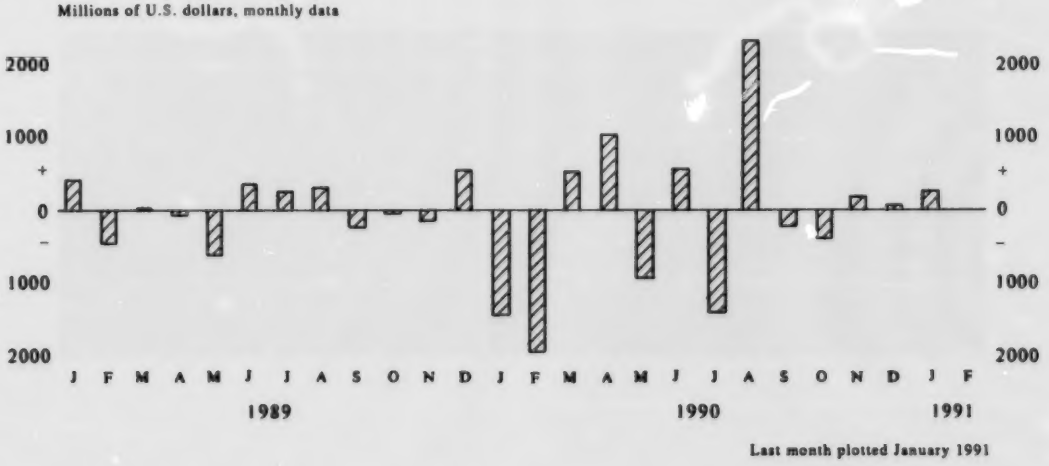
Holdings of other foreign currencies, in contrast, increased by U.S.$1,665 million, due in large part to non-U.S. dollar intervention against the Canadian dollar. Net proceeds from gold sales, interest income on assets, the revaluation of non-U.S. dollar holdings and a net increase in Canada Bills outstanding also added to reserves, but were partially offset by repayment of Government of Canada foreign currency-denominated debt.

Early in 1991, the Canadian dollar remained relatively steady around U.S.$.8650, although it rose briefly to a high of U.S.$.8724 just before the outbreak of war in the Middle East. Through February, the dollar was supported by a resurgence in both Canadian dollar-denominated borrowings overseas and the conversion into Canadian dollars of foreign currency borrowings by Canadians. Against this background, Canada's holdings of official international reserves were little changed in January 1991, rising by U.S.$294 million to U.S.$18,875 million.

## Exchange rates




## Net changes in official reserves



# Note issue, debt service and banking operations

The Bank of Canada is responsible for the issue of bank notes and for the administration of the Government of Canada's domestic debt. Some three-quarters of the Bank's total expenses, shown in the Statement of revenue and expense later in this report, reflect these responsibilities, which entail processing of large volumes of material and data and the purchase of new bank notes from two security printing companies. About one-half of the Bank's staff is directly involved in these functions.

The Bank also provides banking services to the government and operates deposit accounts for members of the Canadian Payments Association, foreign central banks and official international financial institutions. As well, the Bank is custodian of unclaimed chartered bank balances, which are transferred to the Bank after being inactive for 10 years.

## Note issue

Notes are issued by the Bank to meet the public's demand for additional notes and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues those used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions which find themselves with an excess supply. At the end of 1990, the value of notes in circulation amounted to $23 billion, over 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities, shown in the Statement of assets and liabilities.

The volume of notes processed by the Bank was little changed in 1990 for the second year in a row. The number of notes issued to financial institutions resumed its upward trend, which had been interrupted in 1989 by the cessation of issue of the $1 note at midyear. However, the number of used notes returned to the Bank by financial institutions declined in 1990 as a result of fewer $1 notes being returned for destruction.

The Bank began to issue a new $100 bank note on 3 December 1990, the fifth denomination in the new series. By the end of the year, about 1.7 million of these $100 notes were in circulation. Like the $50 note introduced in 1989, the new $100 note incorporates an optical security device (OSD) to deter counterfeiting. The OSD – a small square of ultrathin reflective film on the face of the note which changes colour from gold to green when tilted under light – is unique to Bank of Canada notes.

Since early 1990, a hand-held electronic device that can read aloud the denomination of each note in the new series has been made available to blind persons. By the end of the year, some 1,800 of these readers had been distributed, free of charge, on permanent loan from the Canadian National Institute for the Blind.

On 5 December 1990, the Bank began to sell uncut sheets of 40 two-dollar notes over the counter, for $90 plus applicable taxes. The sheets can also be ordered by mail for delivery within Canada at an additional security registered mail postage charge of $8.25 per sheet. Almost 4,800 sheets had been sold by year-end.

## Debt service

The volume of work involved in administering the government's debt decreased substantially in 1990. This mainly reflected a further reduction in processing related to Canada Savings Bonds (CSBs), resulting from declines in sales of CSBs, as well as a decrease in the number of CSB certificates redeemed during 1990 from the record level of redemptions in the previous year. CSBs account for about 80 per cent of the total volume of items handled.

Work related to marketable government bonds also decreased in 1990, mainly as a result of the inclusion of these bonds in the computerized clearing and settlement systems of the Canadian Depository for Securities. This initiative resulted in a reduction in the number of cer-

tificates processed in connection with transfers and exchanges of outstanding issues as well as a consolidation of the number of interest payments.

### Unclaimed bank balances

In 1990, as in the previous year, the Bank of Canada responded to approximately 10,300 enquiries concerning unclaimed bank balances. The number of enquiries has more than tripled since 1983 when copies of the central records of all balances held at the Bank were placed in each agency, where they can be reviewed free of charge. In 1990, the Bank made payments of $1.6 million in respect of 3,075 accounts, an increase of 20 per cent from the previous year. At the end of 1990, the Bank held $111.5 million of unclaimed balances, which form part of 'Other deposits' in the Statement of assets and liabilities.

# APPENDIX TABLES

# Bank of Canada assets and liabilities

## Monthly changes, millions of dollars[1]

| | Assets | | | | Liabilities | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | Canadian dollar deposit liabilities | | | |
| | Government of Canada securities at book value | Net foreign currency assets | Advances to CPA members | All other assets (net) | Notes in circulation | Chartered banks | Other CPA members | Government of Canada | Other |
| 1990 | | | | | | | | | |
| January | +424 | −2,375 | +243 | −198 | −2,470 | +567 | −47 | −10 | +53 |
| February | +140 | +4 | −450 | −211 | +6 | −573 | +2 | +4 | +44 |
| March | +197 | +318 | +50 | −196 | −224 | +456 | −22 | −3 | +161 |
| April | +209 | −573 | +210 | +179 | +431 | −163 | −13 | +5 | −236 |
| May | −121 | +565 | +82 | −6 | +424 | +29 | +12 | −6 | +62 |
| June | −198 | +827 | −171 | −5 | +732 | −212 | −59 | +2 | −10 |
| July | +220 | −252 | +364 | +25 | −46 | +367 | −12 | +4 | +45 |
| August | +593 | −1,041 | −336 | +15 | +32 | −857 | +63 | −3 | −3 |
| September | +850 | −243 | −71 | −13 | −472 | +189 | −54 | +809 | +49 |
| October | −931 | +222 | −90 | +19 | +112 | +149 | −56 | −810 | −175 |
| November | −1,972 | +1,685 | +144 | +106 | +163 | −380 | +61 | +2 | +118 |
| December | −238 | +1,957 | +185 | +309 | +2,189 | +100 | +29 | −4 | −101 |
| Annual change | −827 | +1,094 | +160 | +24 | +877 | −328 | −96 | −10 | +8 |
| 1991 | | | | | | | | | |
| January | +28 | −1,359 | −141 | −172 | −2,542 | +882 | −57 | +6 | +67 |

1. Components may not add to totals because of rounding

# Chartered bank cash reserves and clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association

## Millions of dollars unless otherwise indicated

| | | Chartered bank cash reserves | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Total minimum cash requirements | Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes | Required minimum Bank of Canada deposits | Average holdings of Bank of Canada deposits |
| 1990 | | | | | |
| January | 1–15 | 5,451 | 3,752 | 1,699 | 1,753 |
| | 16–31 | | | | 1,732 |
| February | 1–15 | 5,611 | 4,462 | 1,149 | 1,214 |
| | 16–28 | | | | 1,422 |
| March | 1–15 | 5,390 | 3,603 | 1,787 | 1,804 |
| | 16–31 | | | | 1,955 |
| April | 1–15 | 5,295 | 3,557 | 1,738 | 1,825 |
| | 16–30 | | | | 1,849 |
| May | 1–15 | 5,213 | 3,574 | 1,639 | 1,658 |
| | 16–31 | | | | 1,664 |
| June | 1–15 | 5,380 | 3,679 | 1,701 | 1,733 |
| | 16–30 | | | | 1,788 |
| July | 1–15 | 5,330 | 3,851 | 1,479 | 1,541 |
| | 16–31 | | | | 1,520 |
| August | 1–15 | 5,350 | 3,959 | 1,391 | 1,436 |
| | 16–31 | | | | 1,435 |
| September | 1–15 | 5,302 | 4,006 | 1,296 | 1,349 |
| | 16–30 | | | | 1,421 |
| October | 1–15 | 5,345 | 4,066 | 1,279 | 1,383 |
| | 16–31 | | | | 1,411 |
| November | 1–15 | 5,340 | 4,032 | 1,308 | 1,338 |
| | 16–30 | | | | 1,366 |
| December | 1–15 | 5,391 | 3,952 | 1,439 | 1,542 |
| | 16–31 | | | | 1,490 |
| 1991 | | | | | |
| January | 1–15 | 5,356 | 4,103 | 1,254 | 1,331 |
| | 16–31 | | | | 1,274 |
| February | 1–15 | 5,546 | 4,695 | 851 | 943 |

| Sum of reservable day weights in period | Cumulative excess reserves at end of period | Average excess reserve ratios | Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Average holdings of Bank of Canada deposits | Number of clearing days in month |
| 14 | 757 | .039 | 93 | 22 |
| 16 | 529 | .024 | | |
| 15 | 981 | .047 | 101 | 20 |
| 13 | 3,549 | .195 | | |
| 15 | 254 | .013 | 79 | 22 |
| 17 | 2,843 | .123 | | |
| 14 | 1,218 | .065 | 89 | 20 |
| 15 | 1,667 | .083 | | |
| 15 | 292 | .015 | 95 | 22 |
| 16 | 409 | .019 | | |
| 17 | 546 | .024 | 88 | 21 |
| 15 | 1,311 | .065 | | |
| 13 | 811 | .046 | 83 | 21 |
| 16 | 667 | .031 | | |
| 15 | 677 | .033 | 72 | 23 |
| 19 | 834 | .032 | | |
| 13 | 698 | .040 | 64 | 19 |
| 14 | 1,758 | .093 | | |
| 15 | 1,561 | .076 | 82 | 22 |
| 16 | 2,123 | .097 | | |
| 15 | 457 | .022 | 76 | 21 |
| 17 | 986 | .043 | | |
| 14 | 1,443 | .075 | 86 | 19 |
| 16 | 814 | .037 | | |
| 14 | 1,088 | .056 | 67 | 22 |
| 16 | 334 | .015 | | |
| 17 | 1,555 | .064 | | |

# Bank of Canada net transactions in Government of Canada securities

## Delivered basis, par value in millions of dollars

| | Net purchases from (+) or net sales to (−) investment dealers and banks | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Outright transactions | | Transactions under[1] | | |
| | Treasury bills | Bonds | PRA | SPRA | SRA |
| **1990** | | | | | |
| January | −1,070.0 | – | +368.0 | – | – |
| February | −1,180.0 | – | −154.6 | +70.0 | – |
| March | −920.0 | – | −213.4 | +20.0 | – |
| April | −630.0 | – | – | −90.0 | – |
| May | – | – | – | – | – |
| June | −365.0 | – | +174.1 | – | – |
| July | −880.0 | – | +240.9 | – | – |
| August | −1,655.0 | – | −205.0 | – | – |
| September | −810.0 | – | −21.2 | +830.0 | – |
| October | – | – | −173.8 | −525.0 | −285.0 |
| November | −2,340.0 | – | −15.0 | −305.0 | +285.0 |
| December | −2,067.0 | – | – | – | −610.0 |
| Total | −11,917.0 | – | – | – | −610.0 |
| **1991** | | | | | |
| January | −4,217.0 | – | +475.0 | – | +610.0 |

1. PRA denotes Purchase and Resale Agreements; SPRA denotes 'Special' Purchase and Resale Agreements; SRA denotes Sale and Repurchase Agreements
2. Including PRA, SPRA and SRA transactions

| Net transactions with government and other client accounts | | | | Net change in holdings of Government of Canada securities[2] | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Purchases (+) of new issues less matured holdings | | Net purchases from (+) or net sales to (−) government accounts and client accounts | | Bills | Bonds | Total |
| Bills | Bonds | Bills | Bonds | | | |
| +2,002.1 | +10.0 | −896.0 | – | +404.1 | +10.0 | +414.1 |
| +1,977.2 | −136.7 | −415.8 | +0.3 | +296.8 | −136.4 | +160.4 |
| +1,849.6 | +41.0 | −554.1 | – | +182.1 | +41.0 | +223.1 |
| +1,333.7 | – | −431.8 | – | +181.9 | – | +181.9 |
| +683.0 | −243.1 | −584.0 | – | +99.0 | −243.1 | −144.1 |
| +867.0 | −26.5 | −797.2 | – | −121.1 | −26.5 | −147.6 |
| +1,482.7 | −31.4 | −580.1 | – | +263.5 | −31.4 | +232.1 |
| +3,429.7 | +24.8 | −967.7 | – | +602.0 | +24.8 | +626.8 |
| +1,247.3 | −46.1 | −329.4 | – | +916.7 | −46.1 | +870.6 |
| +708.8 | +82.6 | −827.5 | – | −1,102.5 | +82.6 | −1,019.9 |
| +1,780.3 | – | −1,394.8 | – | −1,989.5 | – | −1,989.5 |
| +3,176.1 | +62.1 | −782.4 | +1.1 | −283.3 | +63.2 | −220.1 |
| +20,537.5 | −263.3 | −8,560.8 | +1.4 | −550.3 | −261.9 | −812.2 |
| +3,721.2 | – | −564.5 | +0.5 | +24.7 | +0.5 | +25.2 |

# Bank of Canada advances to members of the Canadian Payments Association; PRA and SRA outstanding

## Millions of dollars unless otherwise indicated

| | | Advances to chartered banks | | Advances to directly clearing non-bank members of the CPA | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Number of days outstanding | Average amount outstanding[1] | Number of days outstanding | Average amount outstanding[2] |
| **1990** | | | | | |
| **January** | **1–15** | 10 | 126.2 | 15 | 25.4 |
| | **16–31** | 12 | 128.6 | | |
| **February** | **1–15** | 11 | 180.4 | 11 | 17.9 |
| | **16–28** | 9 | 104.3 | | |
| **March** | **1–15** | 11 | 74.0 | 13 | 16.7 |
| | **16–31** | 11 | 74.6 | | |
| **April** | **1–15** | 9 | 67.9 | 12 | 20.7 |
| | **16–30** | 11 | 65.7 | | |
| **May** | **1–15** | 11 | 85.8 | 16 | 22.0 |
| | **16–31** | 11 | 81.3 | | |
| **June** | **1–15** | 11 | 67.6 | 15 | 16.1 |
| | **16–30** | 10 | 60.0 | | |
| **July** | **1–15** | 9 | 74.8 | 13 | 11.7 |
| | **16–31** | 12 | 92.3 | | |
| **August** | **1–15** | 11 | 56.2 | 16 | 12.1 |
| | **16–31** | 12 | 70.5 | | |
| **September** | **1–15** | 9 | 81.1 | 16 | 23.3 |
| | **16–30** | 10 | 61.0 | | |
| **October** | **1–15** | 10 | 71.7 | 15 | 15.7 |
| | **16–31** | 12 | 62.7 | | |
| **November** | **1–15** | 10 | 131.0 | 18 | 10.9 |
| | **16–30** | 11 | 64.3 | | |
| **December** | **1–15** | 10 | 68.1 | 15 | 28.1 |
| | **16–31** | 9 | 107.2 | | |
| **1991** | | | | | |
| **January** | **1–15** | 10 | 142.7 | 18 | 13.9 |
| | **16–31** | 12 | 79.6 | | |
| **February** | **1–15** | 11 | 145.4 | | |

1. Average based on the number of reservable days in the averaging period
2. Average based on the number of clearing days in the month

| Purchase and Resale Agreements | | | | Sale and Repurchase Agreements | |
|---|---|---|---|---|---|
| Regular PRA | | Special PRA | | | |
| Number of days outstanding | Average amount outstanding[1] | Number of days outstanding | Average amount outstanding[1] | Number of days outstanding | Average amount outstanding[1] |
| 4 | 97.5 | 1 | 17.5 | – | – |
| 12 | 369.6 | 2 | 94.2 | – | – |
| 3 | 20.3 | 1 | 93.2 | 4 | 56.4 |
| 5 | 175.5 | 2 | 49.4 | – | – |
| – | – | 1 | 18.6 | 3 | 143.2 |
| 3 | 29.5 | 2 | 35.2 | 1 | 5.5 |
| 2 | 22.5 | 3 | 70.0 | – | – |
| 1 | 7.7 | 6 | 174.3 | – | – |
| 4 | 57.5 | 2 | 62.7 | – | – |
| 2 | 32.8 | 1 | 14.5 | 1 | 22.7 |
| 6 | 46.2 | – | – | – | – |
| 1 | 17.4 | – | – | 1 | 20.0 |
| 8 | 210.3 | 3 | 125.0 | – | – |
| 8 | 182.0 | 1 | 30.4 | 1 | 16.5 |
| 11 | 394.8 | – | – | – | – |
| 12 | 282.9 | – | – | – | – |
| 9 | 365.9 | – | – | – | – |
| 10 | 351.6 | 2 | 115.0 | – | – |
| 9 | 270.9 | 6 | 306.4 | – | – |
| 7 | 66.3 | 6 | 347.5 | 2 | 61.3 |
| 6 | 176.5 | 5 | 265.5 | – | – |
| 8 | 254.6 | 1 | 64.5 | – | – |
| 7 | 235.8 | 3 | 116.5 | – | – |
| 4 | 154.9 | – | – | 2 | 106.7 |
| 9 | 363.4 | – | – | – | – |
| 10 | 303.6 | 1 | 37.9 | – | – |
| 11 | 350.0 | 4 | 180.9 | – | – |

# Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

| Date in 1990 | Issues offered/ retired | Term to maturity | Yield to maturity % | Millions of dollars par value | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Amount delivered | Amount retired |
| **Issues payable in Canadian dollars** | | | | | |
| 4 Jan. | 9¼% 1 October 1997 | 7 yrs. 8 mos. 28 days | 9.74 | 650 | |
| 25 Jan. | 10¼% 1 April 1993 | 3 yrs. 2 mos. 7 days | 10.34 | 850 | |
| 1 Feb. | 12% 1 February 1990 | | | | 400 |
| | 13¼% 1 February 1990 | | | | 593 |
| | 10¼% 1 April 1993 | 3 yrs. 2 mos. | 9.92 | 75 | |
| | 10% 1 March 1995 | 5 yrs. 1 mo. | 9.80 | 150 | |
| | 9¼% 1 May 2000 | 10 yrs. 3 mos. | 9.78 | 825 | |
| | 9½% 1 June 2010 | 20 yrs. 4 mos. | 9.64 | 450 | |
| | | | | 1,500 | |
| 15 Feb. | 9¼% 1 May 2000 | 10 yrs. 2 mos. 14 days | 10.09 | 750 | |
| 26 Feb. | 10% 26 February 1990 | | | | 500 |
| | 10% 1 March 1995 | 5 yrs. 3 days | 10.50 | 800 | |
| 6 Mar. | 8¼% 6 March 1990 | | | | 550 |
| | 11½% 6 March 1992 | 2 yrs. | 11.70 | 1,000 | |
| 15 Mar. | 13¼% 15 March 1990 | | | | 839 |
| | 10¼% 1 May 1993 | 3 yrs. 1 mo. 17 days | 11.26 | 100 | |
| | 10½% 1 June 1995 | 5 yrs. 2 mos. 17 days | 10.88 | 400 | |
| | 10½% 1 July 2000 | 10 yrs. 3 mos. 17 days | 10.51 | 550 | |
| | 10¼% 15 March 2014 | 24 yrs. | 10.32 | 450 | |
| | | | | 1,500 | |
| 23 Mar. | 10.186% 31 December 2019 | 29 yrs. 9 mos. 8 days | 10.186 | 8[1] | |
| 29 Mar. | 10½% 1 July 2000 | 10 yrs. 3 mos. 3 days | 10.93 | 800 | |
| 11 Apr. | 10½% 1 June 1995 | 5 yrs. 1 mo. 20 days | 11.23 | 850 | |
| 25 Apr. | 9½% 15 June 1994 | | | | 29[2] |
| | 10% 1 October 1995 | | | | 13[2] |
| | 9¼% 15 May 1997 | | | | 24[2] |
| | 9% 15 October 1999 | | | | 15[2] |
| | 9¼% 15 December 2000 | | | | 3[2] |
| | 9½% 1 October 2001 | | | | 33[2] |
| | 8¼% 1 February 2002 | | | | 6[2] |
| | 9½% 1 October 2003 | | | | 18[2] |
| 26 Apr. | 11¾% 15 October 1993 | 3 yrs. 5 mos. 19 days | 12.54 | 900 | |
| 1 May | 5¼% 1 May 1990 | | | | 225 |
| | 5¼% 1 May 1990 | | | | 125 |
| | 13% 1 May 1990 | | | | 1,784 |
| | 11¾% 15 October 1993 | 3 yrs. 5 mos. 14 days | 12.53 | 150 | |
| | 11¾% 1 March 1995 | 4 yrs. 10 mos. | 12.34 | 450 | |
| | 11½% 1 September 2000 | 10 yrs. 4 mos. | 11.66 | 400 | |
| | 11¼% 1 June 2015 | 25 yrs. 1 mo. | 11.43 | 500 | |
| | | | | 1,500 | |
| 3 May | 9½% 15 June 1994 | | | | 7[2] |
| | 10% 1 October 1995 | | | | 6[2] |

| Date in 1990 | Issues offered/ retired | Term to maturity | Yield to maturity % | Millions of dollars par value | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Amount delivered | Amount retired |
| **Issues payable in Canadian dollars** | | | | | |
| 3 May | 9¼% 15 May 1997 | | | | 6[2] |
| | 9% 15 October 1999 | | | | 4[2] |
| | 9¾% 15 December 2000 | | | | 3[2] |
| | 9½% 1 October 2001 | | | | 8[2] |
| | 8¾% 1 February 2002 | | | | 1[2] |
| | 9½% 1 October 2003 | | | | 5[2] |
| 31 May | 11¼% 1 June 2015 | 25 yrs. 1 day | 10.80 | 650 | |
| 1 June | 11¾% 1 June 1990 | | | | 150 |
| 6 June | 9¼% 6 June 1990 | | | | 550 |
| | 12¼% 6 June 1992 | 2 yrs. | 12.42 | 1,000 | |
| 21 June | 10½% 1 July 2000 | 10 yrs. 10 days | 10.79 | 850 | |
| 1 July | 8% 1 July 1990 | | | | 600 |
| | 10¼% 15 March 2014 | 23 yrs. 8 mos. 14 days | 10.71 | 650 | |
| 26 July | 10¾% 15 December 1995 | 5 yrs. 4 mos. 20 days | 11.25 | 850 | |
| 1 Aug. | 7½% 1 August 1990 | | | | 500 |
| | 9% 1 August 1990 | | | | 1,025 |
| | 11¾% 15 October 1993 | 3 yrs. 2 mos. 14 days | 11.30 | 50 | |
| | 10¾% 15 December 1995 | 5 yrs. 4 mos. 14 days | 11.10 | 250 | |
| | 10½% 1 July 2000 | 9 yrs. 11 mos. | 10.70 | 700 | |
| | 10¼% 15 March 2014 | 23 yrs. 7 mos. 14 days | 10.57 | 600 | |
| | | | | 1,600 | |
| 16 Aug. | 10¾% 15 March 1998 | 7 yrs. 6 mos. 30 days | 10.76 | 700 | |
| 28 Aug. | 10¾% 15 December 1995 | 5 yrs. 3 mos. 18 days | 10.56 | 850 | |
| 1 Sept. | 10¾% 1 September 1990 | | | | 550 |
| 5 Sept. | 10¼% 5 September 1990 | | | | 650 |
| | 10¾% 5 September 1992 | 2 yrs. | 10.87 | 1,200 | |
| 20 Sept. | 10½% 1 March 2001 | 10 yrs. 5 mos. 11 days | 10.73 | 850 | |
| 1 Oct. | 10½% 1 October 1990 | | | | 1,100 |
| | 12½% 1 October 1990 | | | | 23 |
| | 10¼% 1 February 1994 | 3 yrs. 4 mos. | 10.51 | 75 | |
| | 10¼% 1 March 1996 | 5 yrs. 5 mos. | 10.73 | 225 | |
| | 10½% 1 March 2001 | 10 yrs. 5 mos. | 10.97 | 800 | |
| | 11¼% 1 June 2015 | 24 yrs. 8 mos. | 11.17 | 500 | |
| | | | | 1,600 | |
| 18 Oct. | 10¼% 1 February 1994 | 3 yrs. 3 mos. 14 days | 10.93 | 850 | |
| 1 Nov. | 11½% 1 September 2000 | 9 yrs. 10 mos. | 11.45 | 800 | |
| 15 Nov. | 11¼% 1 June 2015 | 24 yrs. 6 mos. 16 days | 11.24 | 700 | |
| 5 Dec. | 10¼% 5 December 1990 | | | | 650 |
| | 10¼% 5 December 1992 | 2 yrs. | 10.48 | 1,300 | |

(Continued)

# Government of Canada marketable securities: New issues and retirements

| Date in 1990 | Issues offered/ retired | Term to maturity | Yield to maturity % | Millions of dollars par value | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Amount delivered | Amount retired[3] |
| **Issues payable in Canadian dollars** | | | | | |
| 15 Dec. | 10¼% 15 December 1990 | | | | 575 |
| | 10¼% 1 February 1994 | 3 yrs. 1 mo. 17 days | 10.39 | 50 | |
| | 10¼% 1 March 1996 | 5 yrs. 2 mos. 17 days | 10.38 | 75 | |
| | 10½% 1 March 2001 | 10 yrs. 2 mos. 17 days | 10.53 | 775 | |
| | 10½% 15 March 2021 | 30 yrs. 3 mos. | 10.59 | 700 | |
| | | | | 1,600 | |
| | Total bonds payable in Canadian dollars | | | 27,159 | 11,570 |
| | Total treasury bills | | | 319,000 | 304,150 |
| **Issues payable in foreign currencies** | | | | | |
| 22 Mar. | U.S. $500 million 11½% notes due 22 March 1990 | | | | 579 |
| 25 Apr. | U.S. $41 million 10⅛% bonds due 15 July 1995 | | | | 47[2] |
| 25 Apr. | U.S. $40 million 8⅛% bonds due 1 April 1998 | | | | 46[2] |
| 26 Apr. | U.S. $6 million 8½% notes due 26 April 1990 | | | | 7[4] |
| 3 May | U.S. $55 million 10⅛% bonds due 15 July 1995 | | | | 64[2] |
| 15 May | SFr200 million 5⅛% notes due 15 May 1990 | | | | 156 |
| 23 May | U.S. $10 million 10⅛% bonds due 15 July 1995 | | | | 12[2] |
| | Total notes and bonds payable in foreign currencies | | | – | 911 |
| | Total Canada Bills | | | 7,616 | 7,263[5] |

1. Issue of $8.4 million compound interest bonds due 31 December 2019. Interest accrues at a rate of 10.186% compounded semi-annually to a total redemption value of $162.5 million at maturity
2. Cancellation of bonds purchased in the open market
3. Foreign currency values converted to Canadian dollars at the noon rate on the retirement date
4. Bonds originally issued by Canadair Limited on 26 April 1982 and assumed by the Government of Canada on 12 February 1986
5. Canada Bills are notes denominated in U.S. dollars issued for terms not exceeding 270 days

# PRESS RELEASE

## Targets for reducing inflation

26 February 1991
OTTAWA

The Governor of the Bank of Canada, John W. Crow, in a joint announcement today with the Minister of Finance, set out targets for reducing inflation and reaching price stability in Canada.

These targets are designed to provide a clear indication of the downward path for inflation over the medium term. The path provides for gradual but progressive reductions of inflation until price stability is reached. The range of public policies besides monetary policy can make a significant contribution. However, since inflation cannot persist over an extended period without monetary accommodation, for price stability to be reached it is essential for monetary policy to work firmly and consistently to that end.

The specific targets for the year-over-year rate of increase in the consumer price index are as follows:

- 3 per cent by the end of 1992
- 2½ per cent by the middle of 1994
- 2 per cent by the end of 1995
- Thereafter the objective would be further reductions in inflation until price stability is achieved. A good deal of work has already been done in Canada on what stability in the broad level of prices means operationally. This work suggests a rate of increase in consumer prices that is clearly below two per cent. However, a more precise definition is not being specified now, in the event that further evidence and analysis relevant to this matter become available in the next few years. A target path after 1995 also remains to be fixed, but again pending new evidence, the aim would be to continue to make steady progress.

In view of the lags involved in the effect of policies on inflation, no explicit target has been set for inflation in 1991. However, this target path is consistent with a year-over-year increase in the CPI of about 5 per cent (less than 4 per cent excluding the impact of the GST) by the end of the year.

In the actions it takes to implement these targets, the Bank will, for practical reasons, focus on the consumer price index excluding the volatile food and energy components, as published by Statistics Canada. Even abstracting from these volatile elements, a good deal of variability remains in consumer price movements, and the targets should be regarded as the midpoints of a target band of plus or minus one percentage point. Over time, however, movements in the total CPI and the CPI excluding food and energy should be broadly similar.

The Bank will report from time to time on progress in relation to these targets, particularly in the Annual Report published each year under the Bank of Canada Act.

The Governor said that in order to keep to this course the Bank will be carefully monitoring the trend rates of expansion of money, credit and total spending to ensure they are consistent with the targets and will be adjusting its monetary policy actions accordingly. The intention in setting out explicit targets, however, is to encourage Canadians to base their economic decisions on this downward path for inflation so that the lower inflation will be more readily achieved, and this will contribute to lower interest rates.

The emphasis in these targets on reaching price stability reflects the importance for

economic performance of ensuring that the confidence of Canadians in the value of money is not subject to chronic erosion by inflation. The economy will not operate fairly or to its full potential unless Canadians can have this confidence. The achievement of price stability will provide the sound monetary basis that is important for durable economic expansion.

The Bank will shortly make available further details on the implementation of the targets in a background technical note.

# FINANCIAL STATEMENTS

**AUDITORS OF THE BANK OF CANADA**

**VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA**

**COOPERS & LYBRAND** **PEAT MARWICK**

## AUDITORS' REPORT

We have audited the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1990 and the statement of revenue and expense for the year then ended. These financial statements are the responsibility of the Bank's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit.

We conducted our audit in accordance with generally accepted auditing standards. Those standards require that we plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In our opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Bank as at December 31, 1990 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies applied on a basis consistent with the preceding year.

Coopers & Lybrand Peat Marwick

Chartered Accountants

Ottawa, Canada

January 25, 1991

# Bank of Canada
## Statement of revenue and expense

### Year ended 31 December 1990
### (with comparative figures for 1989)

| | 1990 | 1989 |
|---|---|---|
| | Millions of dollars | |
| **REVENUE** | | |
| Revenue from investments and other sources, net of interest paid on deposits of $46.7 ($42.8 in 1989) | $2,615.2 | $2,424.5 |
| **EXPENSE** | | |
| Salaries[1] | $ 78.9 | $ 72.1 |
| Contributions to pension and insurance funds[2] | 10.9 | 9.1 |
| Other staff expenses[3] | 2.8 | 2.3 |
| Directors' fees | 0.1 | 0.1 |
| Auditors' fees and expenses | 0.6 | 0.5 |
| Taxes – municipal and business | 10.3 | 9.5 |
| Bank note costs | 41.5 | 40.0 |
| Data processing and computer costs | 7.8 | 6.3 |
| Premises maintenance – net of rental income[4] | 19.8 | 19.7 |
| Printing of publications | 0.8 | 1.0 |
| Other printing and stationery | 2.4 | 2.4 |
| Postage and express | 1.7 | 1.8 |
| Telecommunications | 2.0 | 1.8 |
| Travel and staff transfers | 3.4 | 2.7 |
| Other expenses | 3.6 | 2.9 |
| | 186.6 | 172.2 |
| Depreciation on buildings and equipment | 20.1 | 13.5 |
| | 206.7 | 185.7 |
| **NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA** | $2,408.5 | $2,238.8 |

1. Salaries include overtime and are for Bank staff other than those engaged in premises maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,301 in 1990 compared with 2,255 in 1989.
2. Contributions to pension and insurance funds for Bank staff other than those engaged in premises maintenance.
3. Other staff expenses include retirement allowances and educational training costs.
4. Premises maintenance comprises building and equipment maintenance expenses including related staff costs.

(See accompanying notes to the financial statements)

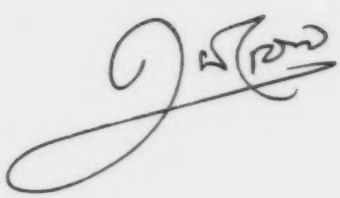
# Bank of Canada
# Statement of assets and liabilities

## As at 31 December 1990
## (with comparative figures for 1989)

| ASSETS | 1990 | 1989 |
|---|---|---|
| | Millions of dollars | |
| **Deposits payable in foreign currencies:** | | |
| U.S.A. dollars | $ 343.8 | $ 352.4 |
| Other currencies | 24.0 | 17.5 |
| | 367.8 | 369.9 |
| **Advances to members of the Canadian Payments Association (notes 2 and 7)** | 470.7 | 311.6 |
| **Investments — at amortized values (note 3):** | | |
| Treasury bills of Canada | 10,247.8 | 10,815.7 |
| Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years | 3,997.2 | 3,424.6 |
| Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years | 5,753.4 | 6,584.8 |
| Other investments | 3,863.7 | 2,764.8 |
| | 23,862.1 | 23,589.9 |
| **Bank premises (note 4)** | 167.6 | 138.4 |
| **Accrued interest on investments** | 284.7 | 293.8 |
| **Other assets** | 121.6 | 76.0 |
| | $25,274.5 | $24,779.6 |

(See accompanying notes to the financial statements)

| LIABILITIES | 1990 | 1989 |
|---|---|---|
| | Millions of dollars | |
| **Capital paid up (note 5)** | $ 5.0 | $ 5.0 |
| **Rest fund (note 6)** | 25.0 | 25.0 |
| **Notes in circulation** | 22,970.0 | 22,092.6 |
| **Deposits:** | | |
| Government of Canada | 10.6 | 20.7 |
| Chartered banks | 1,458.3 | 1,786.6 |
| Other members of the Canadian Payments Association | 134.0 | 229.7 |
| Other deposits | 405.8 | 397.3 |
| | 2,008.7 | 2,434.3 |
| **Liabilities payable in foreign currencies:** | | |
| Government of Canada | 210.4 | 209.0 |
| **Bank of Canada cheques outstanding** | 47.8 | 7.6 |
| **Other liabilities** | 7.6 | 6.1 |
| | $25,274.5 | $24,779.6 |



Governor, **J. W. CROW**

Chief Accountant, **J.-P. AUBRY**

# Bank of Canada
# Notes to the financial statements
## 31 December 1990

**1. Significant accounting policies**

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

**a) Revenues and expenses**

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

**b) Investments**

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

**c) Translation of foreign currencies**

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

**d) Bank premises**

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

| | |
|---|---|
| Buildings | 5% |
| Computer equipment | 35% |
| Other equipment | 20% |

A full year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for Projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

**e) Pension plan**

The Bank's contributions to the Pension Trust Fund are recorded as expenses at the time they are made. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

**f) Insurance**

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

**2. Advances to members of the Canadian Payments Association**

Advances include a total of $29.6 million ($46.4 million in 1989) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

**3. Investments**

Investments may include securities of the Government of Canada held under Purchase and Resale Agreements (PRA). As at 31 December 1990 and 1989 there were no securities held under PRA. Investments exclude $607.9 million of securities of the Government of Canada which were sold subject to a repurchase agreement for 2 January 1991 (nil in 1989).

**4. Bank premises**

| | 1990 | | | 1989 |
|---|---|---|---|---|
| | Millions of dollars | | | |
| | Cost | Accumulated depreciation | Net | Net |
| Land and buildings | $173.8 | $ 74.3 | $ 99.5 | $102.7 |
| Computer equipment | 40.6 | 25.5 | 15.1 | 5.4 |
| Other equipment | 62.9 | 38.2 | 24.7 | 24.3 |
| | 277.3 | 138.0 | 139.3 | 132.4 |
| Projects in progress | 28.3 | – | 28.3 | 6.0 |
| | $305.6 | $138.0 | $167.6 | $138.4 |

**5. Capital**

The authorized capital of the Bank is $5.0 million divided into 100,000 shares of the par value of $50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

**6. Rest fund**

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of $25.0 million in 1955. Subsequently, all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

**7. Legal matters**

The Bank of Canada's security for advances to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, two issues are being considered by the courts. On 30 March 1990, the Court of Queen's Bench in Alberta ruled that the interest received from the portfolio does not form part of the security, and this issue is now before the Alberta Court of Appeal. There have also been submissions presented to the court challenging the liquidator's conclusion that loans made in California form part of the Bank's security. In the event that there were a final legal determination that all of the interest or all of the California loan portfolio is not included in the security, it could result in some adjustment to amounts which have been recorded in income. The information available at the present time is not sufficient to estimate the potential magnitude of such an adjustment.

**8. Commitments**

As at 31 December 1990, outstanding commitments under contracts for new buildings and equipment totalled $62 million. These contracts call for payments over the next four years and pertain to the Bank's responsibility for the issuance of bank notes.

## BOARD OF DIRECTORS

| | |
|---|---|
| John W. Crow | Governor<br>*Member of the Executive Committee* |
| Gordon G. Thiessen | Senior Deputy Governor<br>*Member of the Executive Committee* |
| Jalynn H. Bennett | TORONTO, ONTARIO |
| William A. Graham | LONDON, ONTARIO |
| Brian R. Heidecker | CORONATION, ALBERTA<br>*Member of the Executive Committee* |
| Frederick E. Hyndman | CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND<br>*Member of the Executive Committee* |
| Harold W. Lane, Q.C. | SASKATOON, SASKATCHEWAN |
| Leslie M. Little, Q.C. | VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA<br>*Member of the Executive Committee* |
| James A. MacMurray | SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK |
| Nancy Orr-Gaucher | WESTMOUNT, QUEBEC |
| Susan H. Patten | ST. JOHN'S, NEWFOUNDLAND |
| Ernest G. Penner | STEINBACH, MANITOBA |
| Guylaine Saucier, O.C. | MONTREAL, QUEBEC<br>*Member of the Executive Committee* |
| **Ex officio** | |
| Frederick W. Gorbet | Deputy Minister of Finance<br>*Member of the Executive Committee* |

# SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*
Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*
W. Albert McKay, *Director of Administration*
Frank Faure, *Adviser*
Alvin C. Lamb, *Adviser*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Adviser and Secretary*
William E. Alexander, *Adviser*

**Associate Advisers**
Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
Donald R. Stephenson

**Securities Department**
Vaughn O'Regan, *Chief*
L. Theodore Requard, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*[2]
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Kevin J. Clinton, *Securities Adviser*
Stephen L. Harris, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

**Research Department**
David E. Rose, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*
Paul R. Fenton, *Research Adviser*

**Department of Monetary and Financial Analysis**
Pierre Duguay, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
David J. Longworth, *Research Adviser*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*

**International Department**
John D. Murray, *Chief*
Stephen S. Poloz, *Deputy Chief*
Nicholas Close, *Chief, Foreign Exchange Operations*
Brian P. J. O'Reilly, *Research Adviser*

Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Serge Vachon, *Adviser*[1]
Tim E. Noël, *Adviser*
W. Paul Jenkins, *Adviser*
John E. H. Conder, *Adviser*
†*see below*

**Department of Banking Operations**
Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Associate Chief*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*
C. Ross Tousaw, *Banking Operations Adviser*
Alexander G. Keith, *Agent, Calgary, and Regional Financial Representative*

**Public Debt Department**
Bonnie J. Schwab, *Chief*

**Secretary's Department**
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Secretary*
Guy Thériault, *Deputy Secretary*
DEBT SYSTEMS
James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

**Automation Services Department**
Daniel W. MacDonald, *Chief*

**Personnel Department**
George M. Pike, *Chief*
Claude J.-B. Montambault, *Deputy Chief*

**Department of Premises Management**
Colin J. Stephenson, *Chief*
Kenneth W. Kaine, *Deputy Chief*

**Comptroller's Department**
Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*
Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

**Audit Department**
Janet Cosier, *Auditor*
Peter Koppe, *Deputy Auditor*

1. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association
2. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

† Jacques A. Bussières, Adviser to the Governor, is on a leave of absence. He is serving as Governor of the Bank of Zambia.

# REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

**Securities Department**

**Montreal**
Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*
**Toronto**
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*
**Vancouver**
Ritha Khemani, *Representative*

**International Department**

**Montreal**
Gautam Hooja, *Foreign Exchange Adviser*
**Toronto**
Vacant, *Foreign Exchange Adviser*

**Department of Banking Operations**

**Halifax**
Robert E. Burgess, *Agent*
**Saint John**
Kenneth T. McGill, *Agent*
**Montreal**
J. G. Michel Sabourin, *Agent*
**Ottawa**
Robert Dupont, *Agent*
**Toronto**
William G. Percival, *Agent*
**Winnipeg**
Vacant, *Agent*
**Regina**
Graham L. Page, *Agent*
**Calgary**
Alexander G. Keith, *Agent*
*and Regional Financial Representative*
**Vancouver**
William H. Watson, *Agent*

# Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

**1990**

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-321

CN ISSN 0067-3587

Imprimé au Canada

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

le 27 février 1991

L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1990 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments distingués.

Le Gouverneur,

# BANQUE DU CANADA

## RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1990


**OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL** 7

**LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX** 13

**L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

La demande, l'activité économique et l'inflation 17
L'évolution monétaire et financière 25
L'évolution internationale 34

**LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA**

La mise en œuvre de la politique monétaire 41
La gestion de la dette publique et du Trésor 43
Les opérations de change 47
L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires 50

**TABLEAUX EN ANNEXE** 53

**COMMUNIQUÉ**

Cibles de réduction de l'inflation 65

**ÉTATS FINANCIERS** 67

**CONSEIL D'ADMINISTRATION** 77

**PRINCIPAUX CADRES** 78

**REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES** 79

# OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL

L'année qui vient de s'écouler aura été, pour l'économie canadienne, difficile et remplie de défis. Après trois années au cours desquelles la dépense s'était maintenue à des niveaux insoutenables et les pressions inflationnistes s'étaient avivées, l'économie a connu un rajustement en 1990, l'activité s'étant fortement ralentie. Les distorsions économiques imputables à l'inflation se sont accumulées à mesure que s'enracinait l'inflation et que s'intensifiaient les attentes inflationnistes. Par conséquent, le ralentissement de l'activité économique a été plus prononcé et, dans ce climat de récession, les entreprises et les particuliers ont dû effectuer des ajustements généralement exigeants et souvent douloureux. Notre situation économique a été compliquée par des facteurs liés à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment la nécessité d'absorber le renchérissement du pétrole occasionné par la crise du golfe Persique. Plus récemment, le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient est venu accroître l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale.

Dans des périodes de tension comme celle que nous traversons, les politiques économiques font l'objet d'un examen particulièrement serré, qui porte non seulement sur les différentes mesures adoptées mais aussi sur les raisons pour lesquelles elles ont été adoptées. La politique monétaire n'échappe certainement pas à pareil examen. C'est pourquoi je voudrais, avant d'examiner de plus près l'évolution de la conjoncture économique et de la politique monétaire, vous livrer certaines réflexions générales sur la politique monétaire.

## Le rôle et le champ d'action de la politique monétaire

Au cours de l'année dernière, la politique monétaire au Canada a suscité une quantité et une variété impressionnantes de commentaires et de recommandations. Néanmoins, il semble que si la nature fondamentale de la politique monétaire, et, par conséquent, ce qu'on peut raisonnablement attendre d'elle, était expliquée plus en profondeur, le débat serait plus constructif.

Que la monnaie soit le fondement de notre économie va tellement de soi qu'il est facile de perdre de vue l'importance capitale de ce fait. Aussi vaut-il la peine de souligner que le rôle joué par la monnaie au sein de notre économie est absolument essentiel. C'est elle qui met en relation acheteurs et vendeurs, épargnants et investisseurs, prêteurs et emprunteurs sur tous les marchés, partout au pays. Pour que notre économie fonctionne bien, il faut que les Canadiens aient pleine confiance dans la monnaie qu'ils utilisent. Et seule une monnaie qui conserve sa valeur peut inspirer cette confiance. Il est donc logique que les autorités monétaires aient pour objectif fondamental de préserver la valeur de la monnaie et par conséquent qu'elles évitent les actions susceptibles de miner cette valeur.

Voilà pourquoi la Banque du Canada a insisté sur l'importance d'engager la politique monétaire sur une voie qui mène à la stabilité des prix et non à l'inflation. En un mot, notre économie fonctionnera mieux si la monnaie que nous utilisons est fiable. Les coûts que l'inflation fait porter aux Canadiens sont examinés plus en détail dans la prochaine section du présent rapport.

Il ne faut pas croire que l'importance que nous accordons à une politique monétaire axée sur la stabilité des prix signifie que la politique monétaire est une panacée, autrement dit une solution infaillible à tous les maux économiques dont le Canada peut être affligé, ou que d'autres politiques comptent peu. Le message que nous voulons transmettre, c'est que la capacité de la politique monétaire de contribuer, année après année, à la bonne tenue de l'économie procède avant tout de sa capacité de nourrir la confiance à l'égard de la monnaie nationale.

Je tiens à souligner que cette définition du

rôle de la politique monétaire n'est pas affaire d'opinion. Le seul levier dont la Banque du Canada dispose pour agir sur l'évolution financière et économique, c'est le contrôle qu'elle exerce sur l'offre de liquidités, c'est-à-dire les moyens de paiement ultimes dans l'économie. C'est ce qui explique que la politique monétaire, de par sa nature, concerne l'offre de monnaie et la gestion de l'expansion monétaire. C'est aussi ce qui explique que la fonction principale de la banque centrale est de sauvegarder la valeur de la monnaie nationale afin que celle-ci puisse jouer pleinement le rôle capital qui lui est dévolu au sein de l'économie.

La Banque du Canada s'est toujours donné beaucoup de mal pour faire valoir ce dernier point parce que, entre autres raisons, elle se rend bien compte que sa conception du rôle de la politique monétaire se démarque nettement de l'idée que s'en font bien des gens. En effet, beaucoup considèrent que la politique monétaire doit servir à fixer ou à faire fluctuer le niveau des taux d'intérêt ou celui du taux de change, voire les deux.

Il est vrai que les techniques utilisées par la Banque du Canada pour mettre en œuvre la politique monétaire ont une incidence à court terme sur les marchés monétaires et, par extension, sur les marchés des changes. Mais cette incidence, aussi importante soit-elle pour la transmission de la politique monétaire, n'est pas celle que vise fondamentalement cette dernière. C'est par l'influence que la banque centrale exerce sur l'offre de monnaie et, par ricochet, sur la confiance à l'égard de la monnaie que la politique monétaire peut avoir un effet durable sur les taux d'intérêt et le taux de change. Cette confiance est l'élément déterminant que la Banque du Canada peut faire intervenir dans les jugements que portent, sur l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change, les prêteurs et les emprunteurs. La confiance qu'éprouvent ces derniers oriente leurs attentes quant à la valeur future de l'argent prêté ou emprunté et quant à la tenue du dollar canadien par opposition à celle de toute autre devise.

De toute évidence, ce sont des jugements globaux comme ceux-là qui, essentiellement, déterminent le niveau auquel se situeront les taux d'intérêt et le taux de change. Mais il est tout aussi évident que la Banque du Canada ne peut dicter aux prêteurs et aux emprunteurs quels jugements porter ni à quel moment les porter pas plus qu'elle n'a de prise sur les considérations de nature autre que monétaire qui pourraient entrer en ligne de compte. Voilà pourquoi ceux qui soutiennent, et ils sont assez nombreux, que la Banque a le pouvoir de fixer le niveau des taux font fausse route; leur perspective se limite aux effets à court terme des techniques utilisées au lieu de s'attacher à des impératifs de cohérence et de confiance. La Banque du Canada peut et doit amener les agents économiques à fonder leurs jugements sur l'assurance que la politique monétaire ne sera pas inflationniste.

Avant de passer à l'évolution économique récente, je tiens à émettre un dernier commentaire, à savoir que la confiance à l'égard de la monnaie, contribution que peut apporter la politique monétaire à la santé de l'économie, se construit lentement et avec soin. La stabilité des prix ne peut être réalisée du jour au lendemain. C'est un objectif qui exige patience et ténacité de la part des autorités monétaires. Ainsi, une confiance croissante dans la détermination des autorités de ne pas laisser les forces inflationnistes, quelle que soit leur origine, engendrer une spirale inflationniste constitue une étape importante vers la réalisation d'un climat non inflationniste, étape que nous avons bon espoir de franchir au cours de l'année qui vient.

## La conjoncture économique et financière internationale

Une autre partie du présent rapport traite en profondeur de l'évolution internationale. Aussi mes remarques porteront-elles ici exclusivement sur les aspects de cette évolution qui ont eu une incidence particulièrement directe sur la situation économique et financière au Canada.

Sur le plan économique en général, les écarts exceptionnellement prononcés entre les rythmes d'activité des grands pays industriels ont constitué l'un des éléments les plus notables de la conjoncture internationale, surtout si on se rappelle la situation observée durant la récession de 1981-1982. Alors que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada sont en période de récession, la demande et la production dans un certain nombre de pays industriels, l'Allemagne et le Japon en tête, restent vigoureuses. Dans ces deux pays, la dépense intérieure a été particulièrement forte, et l'inflation, même si elle a affiché une tendance à l'accélération, a été relativement faible.

Le dynamisme persistant de la demande à

l'extérieur de l'Amérique du Nord contribuera sans aucun doute à limiter les risques de ralentissement économique dans des pays comme le nôtre, où l'activité est actuellement peu vigoureuse. Mais toute médaille a son revers. L'essor de la demande intérieure en Allemagne et au Japon, surtout en Allemagne à cause des pressions découlant de la rapidité avec laquelle s'est effectuée la réunification, a provoqué la diminution de l'épargne pouvant être placée à l'étranger. Les fonds excédentaires que ces deux pays peuvent affecter à l'investissement outre-mer sont à la baisse, et les taux d'intérêt y sont à la hausse. En même temps, on n'observe aucun signe de progression de l'épargne dans d'autres pays.

Compte tenu du rôle croissant de l'Allemagne et du Japon dans l'économie mondiale, des pressions se sont exercées sur l'épargne et les taux d'intérêt réels à l'échelle internationale. Si la transformation économique qui est en train de s'opérer en Europe centrale et en Europe de l'Est soulève bien des points d'interrogation, l'ampleur considérable de la demande potentielle de capitaux ne fait quant à elle aucun doute. Par conséquent, les emprunteurs sur les marchés de capitaux – dont le Canada, qui est un emprunteur net important – ont dû se livrer une vive concurrence pour attirer des fonds, et il est probable que cela se poursuivra.

Au Japon, le volume des fonds disponibles pour les prêts à l'étranger a été réduit non seulement par l'amenuisement de l'excédent de la balance extérieure de ce pays, mais aussi par des complications d'ordre financier. Les pressions exercées sur les fonds propres des institutions financières japonaises, par suite du recul marqué qu'a enregistré la bourse de Tokyo en 1990, ont entamé la capacité et la volonté de prêter de ces institutions, surtout à l'étranger. Une évolution similaire, mais d'une plus grande ampleur, a été observée aux États-Unis. Les problèmes qu'a connus le secteur financier américain ont emprunté divers canaux, mais tous étaient imputables dans une certaine mesure à l'essor remarquable du crédit et du financement par emprunt dans les années 80. Comme l'économie était de moins en moins capable de tolérer le haut niveau d'endettement qui en a résulté, la qualité du crédit s'est altérée. On s'est alors interrogé sur la solidité (ou la fragilité) de certaines institutions financières et sur les responsabilités qui incombent aux organismes de réglementation financière.

Je tiens à dire que si, dans le cas du Canada, les ménages ont eux aussi fortement accru leur niveau d'endettement dans les années 80, les entreprises ont, pour leur part, adopté en général une approche assez prudente pour ce qui est du financement par emprunt de leurs opérations. Qui plus est, les institutions financières canadiennes dans l'ensemble paraissent bien pourvues pour résister aux pressions qu'exerce sur elles, après plusieurs années très prospères, une conjoncture moins favorable.

J'ajouterai que les difficultés que nous connaissons depuis peu permettent aussi de faire ressortir la valeur d'un précepte fondamental en matière de suivi des institutions financières. Ce précepte est que l'utilité des règles relatives à la surveillance prudentielle des institutions financières ne s'évalue pas en fonction de la contribution que ces règles peuvent apporter lorsque la conjoncture est favorable. Ce n'est pas pour ce genre de conjoncture qu'elles existent. La véritable question consiste à savoir dans quelle mesure ces règles peuvent contribuer à garantir que les institutions financières sont capables de résister aux pressions qui se manifestent inévitablement lorsque les conditions se dégradent.

La conjoncture internationale est très difficile. Même avant le déclenchement de la guerre, les incertitudes entourant la situation dans le Golfe avaient fortement influé sur le cours du pétrole et sur la situation économique de la plupart des pays. Les difficultés auxquelles se sont récemment heurtées les négociations sur le commerce multilatéral ont également accru les obstacles que doivent surmonter le Canada et les autres nations commerçantes du globe. Les pressions s'exercent avec sensiblement la même acuité sur tous les pays, et la mesure dans laquelle ces derniers réussiront à s'en sortir dépendra surtout de la qualité des politiques nationales, menées individuellement ou conjointement avec d'autres.

## La conjoncture économique et la politique monétaire au Canada

Pour évaluer correctement la situation économique et monétaire en 1990, il faut l'analyser à la lumière des événements survenus au cours des années précédentes.

Comme je l'ai fait remarquer au début de

mes observations, la dépense a été exceptionnellement forte au Canada en 1987, 1988 et 1989. S'il est vrai que la situation n'a pas été la même dans toutes les régions durant cette période, il n'en demeure pas moins que la dépense nominale totale en biens et services a progressé en moyenne de 9 % par année, soit trois fois plus vite que la capacité de l'économie d'accroître sa production de façon durable. La croissance du crédit octroyé aux entreprises et aux ménages canadiens a été rapide, atteignant des taux supérieurs à 10 %, ce qui a alimenté non seulement des achats importants de biens et services, mais aussi un renchérissement des avoirs existants. Ainsi, le prix moyen d'une maison s'est accru d'environ 50 %. L'agrégat monétaire M2 a augmenté en moyenne de plus de 10 % par année. À mesure que se resserraient les marchés des biens et de la main-d'œuvre, l'inflation et les attentes inflationnistes s'intensifiaient.

Dans ce contexte, l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement des conditions monétaires n'a pas de quoi surprendre. Mais la réaction d'un certain nombre de secteurs face à cette évolution a été à ce point vive qu'il me semble approprié de m'attarder quelque peu sur le sujet.

Il importe en premier lieu d'établir une distinction claire entre, d'une part, le principe qui sous-tend la politique monétaire, à savoir la promotion de la confiance à l'égard de la monnaie, et, d'autre part, la conjoncture économique changeante dans laquelle opère la politique monétaire. Une politique monétaire axée sur la stabilité des prix est une politique qui vise fondamentalement des taux d'intérêt bas. Il en est ainsi parce qu'il est indispensable, pour que les taux d'intérêt baissent et restent bas, que les agents économiques aient l'assurance que la monnaie conservera effectivement sa valeur, en d'autres termes que cette valeur ne sera pas sapée par de continuelles hausses de prix. C'est pourquoi il n'est pas juste de qualifier de façon abrégée, comme on le fait parfois, la politique monétaire canadienne mise en œuvre ces derniers temps de «politique de taux d'intérêt élevés».

Même lorsque la politique mise en œuvre est invariablement anti-inflationniste, la conjoncture économique ainsi que les conditions monétaires n'en évoluent pas moins. La tendance à la hausse des taux d'intérêt à court terme observée de 1987 au printemps de 1990 ainsi que l'appréciation du dollar canadien qui lui est en partie attribuable reflétaient donc la vigueur de la dépense et de la demande de crédit, plutôt qu'un changement dans l'orientation fondamentale de la politique monétaire.

D'après certains commentaires sur la politique monétaire, la Banque du Canada aurait dû, même devant cette poussée inflationniste de la demande, du crédit et de la monnaie, adopter des mesures plus expansionnistes. Si elle l'avait fait, prétend-on, les taux d'intérêt n'auraient pas monté. Cette façon de voir semble s'appuyer sur l'hypothèse que, même dans un contexte inflationniste, plus le rythme de création de la monnaie est rapide, c'est-à-dire plus la banque centrale fait marcher la planche à billets, plus les taux d'intérêt sont censés baisser.

Cette hypothèse n'est pas fondée parce que, comme je l'ai fait remarquer plus tôt, la politique monétaire opère dans un contexte de marché. Bien entendu, la Banque du Canada est en mesure de favoriser une expansion de la masse monétaire. Elle est d'ailleurs la seule à pouvoir le faire. Mais elle ne peut pas garantir qu'il y aura des agents économiques disposés à détenir un surcroît de monnaie au même prix, c'est-à-dire sans variation de la valeur de cette monnaie. En effet, les difficultés surgissent lorsque la confiance à l'égard de la valeur de la monnaie commence à s'éroder, ou s'érode de plus en plus vite, et que les réactions des emprunteurs et des prêteurs sur les marchés poussent les taux d'intérêt à la hausse. Dans une telle situation, un recours plus intensif à la planche à billets ne règlerait évidemment rien. Au contraire, cela provoquerait un effritement encore plus rapide de la valeur de la monnaie et exacerberait les réactions négatives des marchés financiers.

La Banque dispose d'une certaine marge de manœuvre pour créer de la monnaie tout en favorisant une baisse des taux d'intérêt à court terme, mais cette marge est soumise à des limites importantes. Celles-ci sont déterminées par le degré de confiance avec lequel les détenteurs de monnaie canadienne, qui sont bien sûr des Canadiens pour la plupart, jugent que la valeur de leurs dépôts et de leurs placements se maintiendra par rapport aux prix des biens et ser-

vices qu'ils peuvent se procurer avec cet argent ou par rapport à d'autres monnaies. La crainte de l'inflation ébranle cette confiance et est préjudiciable à l'obtention de taux d'intérêt bas. Cependant, il faut du temps pour bâtir la confiance.

Les pressions de la demande se sont enfin sensiblement atténuées au Canada en 1990, et l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale s'est ralentie. Dès la fin du printemps, cette évolution rendait possible l'amorce d'un recul des taux d'intérêt. Toutefois, en raison de l'aggravation de l'inflation et des attentes inflationnistes résultant des précédentes poussées de la demande au sein de l'économie canadienne, la tendance à la hausse des coûts et des prix est restée prononcée. Il était à craindre qu'elle soit renforcée par les pressions consécutives au renchérissement du pétrole et à l'importante majoration de l'ensemble des prix à la consommation par suite de l'entrée en vigueur, en janvier 1991, de la taxe sur les produits et services. Le danger était que cela engendre une spirale des prix et des coûts. Les responsables de la politique monétaire sont très conscients de cette menace.

C'est pour cela que la Banque du Canada a été particulièrement vigilante lorsqu'il s'est agi d'influencer les liquidités des marchés monétaires. Devant le ralentissement de la demande et l'atténuation des pressions de nature inflationniste qui a suivi, elle a favorisé une baisse des taux d'intérêt sur les marchés, tout comme elle les avait poussés à la hausse, entre 1987 et 1989, lorsque la demande était en pleine expansion. En même temps, la Banque a cherché à faire en sorte que l'atténuation des pressions inflationnistes puisse se poursuivre. Le seul moyen dont elle dispose est de donner l'assurance, par les mesures qu'elle prend, que la politique monétaire mise en œuvre a pour objectif d'orienter l'inflation sur une trajectoire descendante plutôt qu'ascendante.

À cet égard, je tiens à signaler que l'assurance que la Banque du Canada cherche à donner est que le dollar canadien conservera sa valeur interne. C'est ce qu'on entend par stabilité des prix. Il convient de souligner que cela ne revient aucunement à maintenir le taux de change à un niveau particulier et que, même si la politique monétaire doit bien sûr prévenir toute perte de confiance envers le dollar canadien, c'est en protégeant la valeur de notre monnaie à l'intérieur de nos frontières qu'elle peut le mieux contribuer au maintien de sa valeur externe.

Le taux de change est un prix important au sein de l'économie canadienne, car il influe sur la demande, l'inflation et la production. C'est donc un facteur économique majeur dont la politique monétaire doit tenir compte, comme elle doit d'ailleurs le faire de toutes les autres grandes forces qui agissent sur l'économie. Étant donné le régime de taux de change flottants en vigueur au Canada, la Banque du Canada cherche à prendre en considération les effets de l'évolution du cours du dollar sur le profil probable de la dépense et de l'inflation au pays lorsqu'elle évalue les conditions monétaires ou détermine les mesures de politique monétaire à adopter. Toutefois, le fait qu'elle prenne en considération ces effets ne signifie pas qu'elle vise un taux de change en particulier pour le dollar ou cherche à maintenir les fluctuations du taux de change à l'intérieur d'une marge donnée. L'objectif de la politique monétaire doit être plus vaste que cela.

* * *

La plupart des commentaires sur les questions économiques portent, et cela est bien compréhensible, sur «l'ici et le maintenant», c'est-à-dire sur des événements qui se produisent au pays et qui y sont d'actualité. Mais les facteurs internes ne représentent qu'un aspect de la situation globale – même si, en dernière analyse, il s'agit du plus important –, et la conjoncture du moment découle habituellement d'évolutions et de politiques ayant eu cours pendant une période assez longue.

Lorsqu'on examine ce qui s'est passé, on constate qu'il aurait été plus facile d'éviter le ralentissement enregistré l'an dernier si la dépense n'avait pas progressé à un rythme aussi insoutenable durant la fin des années 80. On peut certes se demander dans quelle mesure on aurait pu ou dû prévoir l'ampleur de cet essor de la demande, qui tenait aussi bien à des facteurs internes qu'externes. On peut également se demander comment des politiques fédérales ou provinciales auraient idéalement pu être mises en œuvre pour contrer cette poussée, ce qui aurait

eu pour effet de rendre l'expansion plus soutenable et d'en prévenir les conséquences inflationnistes. Cependant, ce qui à mon avis peut difficilement être remis en question, c'est la ferme résistance que la politique monétaire était tenue d'opposer à ces pressions de la dépense, étant donné l'évolution de la conjoncture. Si la politique monétaire avait été orientée autrement, la situation actuelle serait bien pire. Une politique d'argent facile face à un rythme d'expansion insoutenable aurait attisé l'inflation, accentué les distorsions économiques qui l'accompagnent et intensifié le ralentissement qui suit inévitablement une période d'expansion de nature inflationniste.

De fait, il est plus pertinent de se demander si la politique monétaire n'aurait pas dû alors être davantage, et non moins, restrictive. On peut affirmer que si elle avait été plus rigoureuse encore, entraînant vraisemblablement une hausse des taux d'intérêt à court terme, nous aurions maintenant des taux d'intérêt plus bas, et ce, pour toute la gamme des échéances.

Comme je l'ai déjà mentionné, l'évolution de la conjoncture à l'étranger explique aussi en grande partie la situation économique au Canada. L'essor que nous avons connu récemment était largement tributaire de phénomènes extérieurs, à savoir la hausse marquée des cours mondiaux d'un vaste éventail de matières industrielles que nous produisons et la vigoureuse expansion économique et industrielle aux États-Unis. Plus récemment, ces deux facteurs ont agi dans le sens d'un ralentissement économique, et notre économie ne peut que s'en ressentir.

De même, il est évident que l'évolution future de la conjoncture internationale, particulièrement la fermeté de nos marchés d'exportation vers les États-Unis, déterminera largement la vigueur de la reprise économique au Canada et le moment où elle s'amorcera. Sur le plan intérieur, nous avons accompli des progrès en 1990 dans la mise en place des fondements d'une nouvelle expansion économique, grâce à l'atténuation des pressions inflationnistes et au plus grand réalisme dans la prise de décisions économiques que cela a fait naître. Les taux d'intérêt ont baissé. Et plus les entreprises et les particuliers tableront sur le recul de l'inflation, meilleures seront les perspectives d'une croissance soutenue.

La marge de manœuvre qui pourra être dégagée pour réduire les taux d'intérêt à l'avenir dépendra également des perceptions et des actions des participants aux marchés financiers. À court terme, ces perceptions et ces actions peuvent être conditionnées par une gamme de facteurs, dont certains seulement sont liés aux politiques économiques. C'est pourquoi il est si difficile de faire des prévisions dans ce domaine. On peut affirmer toutefois que le maintien de la confiance à l'égard de la valeur de la monnaie est la contribution fondamentale que la politique monétaire est en mesure d'apporter aux efforts de réduction des taux d'intérêt. Mieux nous parviendrons à instaurer cette confiance, plus nous serons assurés d'avoir des taux d'intérêt bas et qui restent bas. La Banque du Canada travaillera sans relâche à consolider les progrès accomplis jusqu'à maintenant.

Une monnaie saine est un investissement dans le bien-être économique du pays. Les efforts déployés au début des années 80 pour réduire l'inflation, après l'expérience désastreuse de la décennie antérieure, ont fourni les assises de l'expansion soutenue que notre économie a enregistrée les années suivantes. À l'aube de la présente décennie, nous devons renforcer et améliorer ce succès, et nous garder de répéter les mêmes erreurs.

* * *

Le 26 février 1991, à l'occasion du dépôt du budget du gouvernement fédéral, la Banque du Canada et le ministre des Finances ont annoncé conjointement des cibles de réduction de l'inflation au Canada. Ces cibles ont pour objet l'abaissement graduel, mais constant, du taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Elles ont été fixées dans l'intention de donner aux Canadiens une idée claire de l'orientation à la baisse que la politique monétaire s'attachera à imprimer à l'inflation à moyen terme.

Le communiqué de presse émis par la Banque et reproduit à la fin du présent rapport donne de plus amples renseignements au sujet de ces cibles.

# LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX

La première section du présent rapport fait valoir un point fondamental, à savoir que notre économie ne peut bien fonctionner que si les Canadiens ont l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur. Or, pour que cette condition soit remplie, le niveau général des prix doit rester stable, autrement dit il ne doit pas être l'objet d'une inflation chronique. L'opinion selon laquelle l'inflation est bénéfique à l'économie, en ce sens qu'elle s'accompagne d'une hausse de l'emploi, a été infirmée par la tournure des événements au cours des deux dernières décennies. On ne reconnaît toutefois pas suffisamment le fait que l'inflation comporte des coûts qui n'épargnent aucun secteur. Elle accroît l'incertitude au sujet de l'avenir, de sorte qu'il est bien plus difficile pour chacun de prendre les bonnes décisions sur le plan économique. De plus, elle pousse les ménages et les entreprises à consacrer beaucoup de temps et d'argent à se protéger des effets de la montée des prix. Mais tous ne réussissent pas à se soustraire à ces effets et l'inflation est source d'iniquité et de discorde sociale. Les coûts de l'inflation peuvent être évités si l'on parvient à orienter la politique monétaire de manière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix. La présente section examine, de façon plus détaillée, ces coûts que l'inflation impose à l'économie.

## L'inflation, source d'incertitude au sujet de l'avenir

Dans une économie fondée sur la monnaie, la décision d'acheter ou de vendre, d'emprunter ou d'investir est déterminée par les prix, à la fois les prix courants et les prix attendus pour les années à venir. En d'autres termes, les travailleurs, les gestionnaires, les épargnants et les investisseurs s'appuient sur les prix pour établir des comparaisons entre les valeurs actuelles et escomptées d'un large éventail de biens et de services offerts sur différents marchés. Ces comparaisons leur fournissent les renseignements et les motivations sur lesquels ils fondent leurs décisions économiques. Mais l'incertitude qu'engendre l'inflation dénature et embrouille les renseignements en question.

Prenons l'exemple d'une entreprise qui décide de construire une nouvelle usine. Elle doit prendre en considération non seulement le coût des fonds à engager et les prix de la main-d'œuvre et des matériaux de construction, mais également les prix auxquels elle s'attend de vendre la future production de la nouvelle usine et les montants qu'elle devra vraisemblablement verser pour la main-d'oeuvre et le matériel entrant dans cette production. L'avenir est toujours incertain, mais il l'est davantage lorsque les prix sont à la hausse, car l'évolution de l'inflation est rarement stable et prévisible. Lorsque la conjoncture est inflationniste, les bonnes décisions en matière d'investissement sont bien plus difficiles à prendre.

En outre, dans un climat d'inflation, les prix ne réagissent pas tous de la même façon aux pressions excessives de la demande. Il est alors facile de mal interpréter leur comportement, et on voit souvent apparaître des attentes exagérées au sujet de l'ampleur éventuelle du renchérissement des produits dont les prix augmentent déjà très rapidement. C'est ce qui explique que de tels produits font par moments l'objet de surinvestissement. Habituellement, ce sont les prix des produits de base et des biens immobiliers qui, en période d'inflation, enregistrent les hausses les plus rapides et les plus fortes. L'essor de l'investissement dans l'exploitation de nouvelles sources de produits de base et dans l'acquisition d'entreprises d'exploitation de ressources naturelles vers la fin des années 70 de même que l'explosion de la construction de logements en copropriété et d'immeubles commerciaux dans certains centres urbains vers la fin des années 80 illustrent clairement le

phénomène de surinvestissement que provoquent les attentes exagérées issues de l'inflation.

### Les coûts liés à la protection contre l'inflation

Au fur et à mesure que l'inflation s'enracine, les entreprises et les particuliers découvrent qu'ils doivent consacrer temps et argent à en contrer les effets. Et cela va bien au delà de la nécessité de réviser et de réimprimer plus fréquemment les listes de prix et les catalogues. Par exemple, la durée des contrats de tout genre raccourcit, les parties contractantes ne voulant pas s'exposer au risque d'être lésées par les effets d'une inflation imprévue; la négociation des contrats devient donc plus ardue. Les acheteurs ont du mal à obtenir des prix fermes pour des produits dont ils prendront livraison plus tard. Les investisseurs se préoccupent davantage de se couvrir contre le risque d'inflation que d'investir dans des activités productives. Au plus fort de la période d'inflation de 1980-1981, nombreux étaient les investisseurs qui se sont tournés vers des avoirs comme les biens immobiliers, l'or, l'argent, les pierres précieuses et les œuvres d'art, soit pour se protéger contre l'inflation, soit pour essayer d'en tirer parti.

Les contrats financiers visant les dépôts, les prêts et les émissions de titres ont été particulièrement touchés par les craintes que suscite l'inflation. L'échéance moyenne de ces contrats s'est raccourcie de façon spectaculaire depuis que l'inflation a pris racine et est devenue un problème grave, c'est-à-dire depuis le début des années 70. Le marché des obligations à long terme des sociétés s'est contracté, et les prêts hypothécaires à l'habitation de 25 ans ont presque totalement disparu. Trop d'épargnants, victimes de la spirale inflationniste des années 70, ne sont plus disposés à fournir des fonds à des taux d'intérêt fixes pour de longues périodes. Il en résulte que les emprunteurs privés désirant acquérir des avoirs à long terme, tels que des logements ou des usines, ne trouvent plus de financement à long terme aussi aisément que par le passé.

Les gros utilisateurs de services financiers ont de plus en plus recours à des techniques très sophistiquées pour limiter les risques inhérents à l'inflation. À cet égard, on peut citer les swaps de taux d'intérêt et de devises ainsi que les contrats à terme et les contrats d'options. Mais il a fallu canaliser des ressources productives considérables vers le secteur financier en vue d'élaborer des mécanismes de protection contre les effets de l'inflation.

Pour attirer les fonds des épargnants, les établissements et les marchés financiers doivent indemniser ces derniers des pertes attribuables à l'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt sont majorés d'une prime d'inflation que les épargnants exigent pour compenser la dépréciation de leurs fonds. Mais, étant donné que l'évolution future de l'inflation ne peut être prévue avec certitude, les taux d'intérêt pratiqués dans les pays où l'inflation sévit depuis longtemps comportent également une prime supplémentaire servant à couvrir les risques qui découlent de cette incertitude. Les emprunteurs doivent donc payer plus cher les fonds nécessaires à la réalisation de leurs programmes de dépenses.

De même, lorsqu'une forte inflation entraîne l'imposition d'une prime sous forme de taux d'intérêt élevés visant à indemniser les prêteurs de la dépréciation de leur argent, les emprunteurs sont en fait forcés de rembourser leurs dettes beaucoup plus rapidement qu'ils ne le feraient si les prix étaient stables. Dans le cas des emprunts hypothécaires, par exemple, ce remboursement forcé peut plonger les propriétaires fonciers dans des difficultés financières, et ce, même lorsque la valeur de leur propriété augmente fortement sous l'effet de l'inflation. En effet, à cause de la prime d'inflation, ils ont de plus en plus de difficulté à honorer leurs engagements mensuels.

Les épargnants peuvent recevoir des taux d'intérêt élevés les indemnisant de l'érosion de la valeur de leur épargne par l'inflation, mais ils doivent tout de même payer des impôts sur l'intégralité de leurs revenus en intérêts. Lorsque l'inflation se situe à 4½ %, par exemple, un épargnant dont les revenus sont imposés à un taux marginal de 40 % et recevant par conséquent un peu moins de 5½ % après impôt sur un dépôt à terme à 9 % obtient en fait un rendement inférieur à 1 %, une fois prise en compte l'inflation. La baisse de la rémunération effective de l'épargne en période d'inflation a des effets négatifs sur la propension à épargner. Le comportement des entreprises est également grandement faussé par l'interaction entre

l'inflation et une structure fiscale conçue en fonction d'un monde libre d'inflation.

### Les notions d'équité et de justice

Les coûts de l'inflation ne se répartissent pas également sur l'ensemble de la population. Certains particuliers et certaines entreprises peuvent mieux que d'autres se protéger contre l'inflation, mais le hasard joue aussi un grand rôle. Souvent, lorsque l'inflation s'incruste, ce sont, dans notre société, les groupes les moins favorisés ou ceux qui ne disposent pas de mécanismes de protection sophistiqués qui sont les perdants. L'exemple le plus courant est celui des bénéficiaires de pensions non indexées. Au rythme annuel de 4½ %, l'inflation peut amputer ces pensions de la moitié de leur valeur en un peu plus de quinze ans. Ceux à qui l'inflation profite, que ce soit grâce à leur capacité d'investir dans des avoirs qui se valorisent sous l'effet de l'inflation ou encore par pur hasard, le font au détriment d'autres membres de la collectivité. Les gains qu'ils réalisent ainsi ne récompensent pas un surcroît d'efforts ou une augmentation de la productivité. C'est pourquoi l'inflation engendre un profond sentiment d'injustice au sein de la société et ébranle la foi dans l'égalité des chances qui est la base d'une économie de marché efficace.

### Composer avec l'inflation ne règle rien

Afin de corriger cette injustice sans l'effort et la discipline qui seraient nécessaires pour retrouver la stabilité des prix, certains ont proposé que nous ajustions nos pratiques économiques de façon à composer avec l'inflation. Ce qu'ils suggèrent dans la pratique, c'est d'indexer tous les types de revenus et de paiements afin de protéger les particuliers contre les pertes résultant de l'inflation. Les autorités n'auraient alors qu'à stabiliser le taux d'inflation à un niveau donné; l'économie, prétend-on, s'ajusterait aisément à ce taux, et les coûts entraînés par l'inflation seraient évités.

L'expérience vécue par le Canada depuis le début des années 70 sur le front de l'inflation montre bien qu'une économie aussi complexe que la nôtre ne s'ajuste ni aisément ni rapidement à l'inflation. De toute évidence, le processus d'adaptation de nos institutions à un climat d'inflation comporte des coûts élevés. Il ne s'agit pas uniquement ici d'indexer les revenus. Il faudrait aussi modifier en profondeur non seulement le mode d'imposition des particuliers et des sociétés, mais également certaines dispositions légales, conventions comptables et beaucoup d'autres aspects de la vie économique. N'est-il pas révélateur à cet égard que la plupart des arrangements institutionnels ne se soient toujours pas adaptés à l'inflation après vingt ans au cours desquels celle-ci a été de 7 % en moyenne?

Même si des changements d'ordre institutionnel s'opéraient, une politique de tolérance à l'égard de l'inflation ne serait pas une politique crédible. En cherchant à stabiliser le taux d'inflation à son niveau du moment, les autorités montreraient qu'elles ne sont pas prêtes à prendre les mesures qu'il faut pour combattre l'inflation. Par conséquent, si l'inflation grimpait soudainement sous l'effet d'une conjoncture défavorable, il est à peu près certain que personne ne croirait que les autorités sont disposées à prendre les mesures appropriées pour enrayer cette hausse. Une politique monétaire visant la stabilisation de l'inflation à un niveau donné serait constamment en butte à un tel scepticisme. Les pays qui sont allés le plus loin dans la voie de l'indexation des divers revenus et paiements ont en général enregistré des taux d'inflation de plus en plus élevés, qui ont mis en danger les fondements mêmes de l'institution qu'est la monnaie. Une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'un pays d'obtenir de bons résultats économiques.

* * *

Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques. Elle permettra aussi d'affecter à des fins plus productives les ressources et les efforts considérables mobilisés pour contrer l'inflation et d'éviter un sort injuste à ceux qui ne peuvent se protéger contre cette dernière.

# L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## La demande, l'activité économique et l'inflation

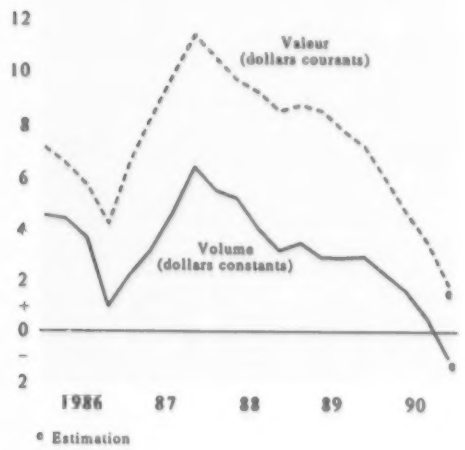
En 1990, le rythme de croissance de la dépense globale en termes nominaux a nettement ralenti au Canada, en raison surtout d'une baisse de la demande en volume. Ce ralentissement est survenu au terme d'une période d'essor rapide et soutenu qui avait engendré un haut niveau d'activité économique et une intensification des pressions inflationnistes. Pendant plusieurs années, la vigueur de la demande avait mis à rude épreuve l'appareil de production canadien, situation qui se poursuivait au début de 1990. De fait, le niveau de l'activité dans les industries productrices de biens non agricoles est resté supérieur à sa moyenne de longue période durant tout le premier semestre de 1990, puis il est passé au-dessous de cette moyenne au troisième trimestre pour la première fois depuis 1986.

Étant donné la vigueur soutenue de l'activité économique et la persistance de l'inflation, les attentes inflationnistes se sont ancrées. De plus, les pressions sous-jacentes sur les coûts se sont intensifiées en 1990, du fait que les marchés du travail ont été tendus pendant tout le premier semestre. Toutefois, le tassement sensible de la demande durant l'année s'est traduit par une baisse marquée des marges bénéficiaires, et la tendance à l'accélération des prix à la consommation s'est arrêtée, puis a commencé à s'inverser.

**Taux d'utilisation des capacités**

**Taux de croissance de la dépense**

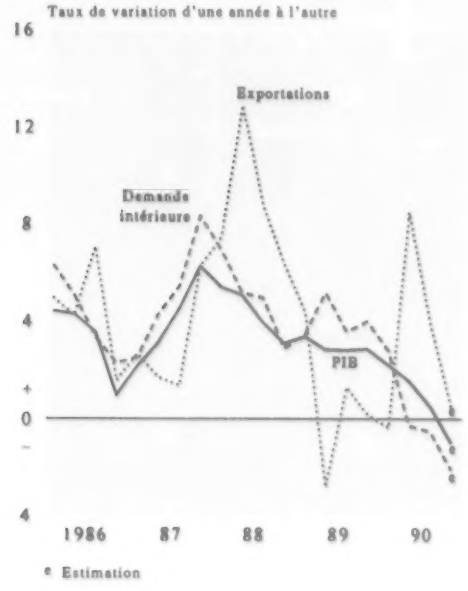
Produit intérieur brut
Taux de variation d'une année à l'autre




### La demande et l'activité économique

On estime que la croissance de la dépense globale en termes nominaux a été d'environ 2 % en 1990, contre un peu plus de 7 % en 1989. Cette décélération tient surtout à une diminution estimée à environ 1 % du volume de la demande globale, qui avait augmenté de près de 3 % en 1989. Il convient de préciser que la progression de la demande intérieure s'est considérablement ralentie en 1990, tandis que la

**Croissance du volume du produit intérieur brut, de la demande intérieure et des exportations**




hausse de la demande d'exportations a été une source de croissance.

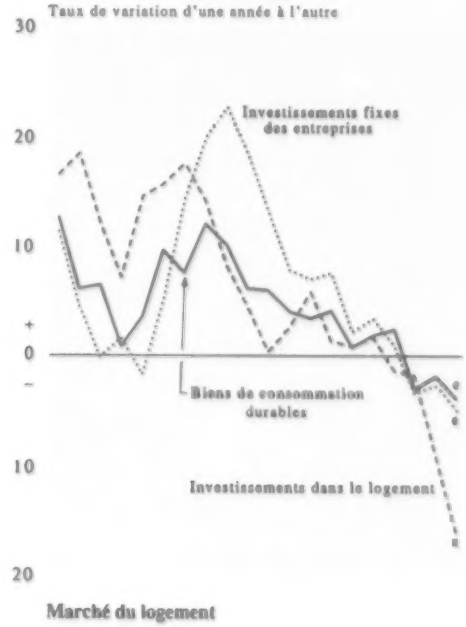
Les dépenses d'investissement, qui constituent l'une des composantes de la demande intérieure globale les plus sensibles aux taux d'intérêt, ont particulièrement manqué de vigueur; l'investissement dans le logement, les investissements fixes des entreprises et les dépenses en biens de consommation durables ont tous baissé en volume en 1990, après plusieurs années de très forte croissance.

Le relâchement des pressions spéculatives sur les principaux marchés du logement a mis fin à la longue période d'activité intense qu'ont connue les marchés des maisons neuves et des maisons existantes. Les mises en chantier, qui ont chuté de façon marquée au deuxième semestre, ont atteint à peine 145 000 unités sur base annuelle au quatrième trimestre, soit environ 33 % de moins qu'au trimestre correspondant de l'année précédente. Le marché de la revente a aussi enregistré une baisse notable, soit de 22 % environ pour l'ensemble de l'année.

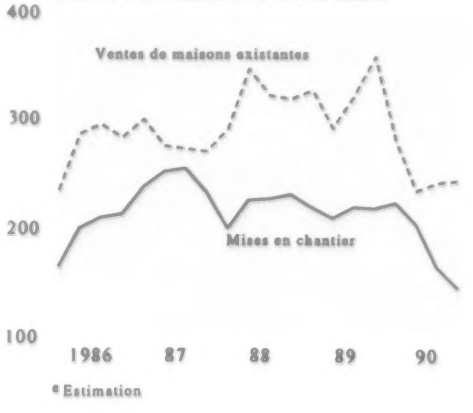
Devant l'atténuation des pressions s'exerçant sur les capacités de production, l'amenuisement continu des marges bénéficiaires et la hausse des coûts de financement, les entreprises ont réduit en 1990 le volume de leurs dépenses en biens d'équipement, qui s'était très fortement accru au cours des dernières années. Vers la fin de l'année, le remplacement imminent de la taxe sur les ventes des fabricants par la taxe sur les produits et services (TPS), laquelle doit abaisser le coût des biens d'équipement, a poussé les entreprises à reporter certains achats jusqu'au

**Quelques indicateurs de la demande des ménages et des entreprises**

**Croissance du volume des dépenses**




**Marché du logement**



début de 1991, notamment ceux de flottes de véhicules utilitaires et d'automobiles.

Un autre facteur important du ralentissement de la demande globale a été l'effort constant déployé par les entreprises pour maintenir leurs stocks aux bas niveaux compatibles avec le volume de leurs ventes. On estime que la réduction des investissements en stocks de produits non agricoles a fait baisser de plus de 1 % la demande intérieure globale en 1990. De fait, au second trimestre, la diminution de ces investissements en stocks explique amplement le fléchissement de la production totale.

Les consommateurs ont eux aussi fait preuve de prudence en 1990. Au dernier trimestre, les dépenses en termes réels des particuliers avaient baissé de ½ % environ par rapport à leur niveau de l'année précédente. La demande de biens, de biens durables surtout, avait fortement fléchi, alors que les dépenses réelles consacrées aux services continuaient d'augmenter. Le taux d'épargne des particuliers a enregistré, selon les estimations, une légère hausse pour l'ensemble de l'année, en dépit d'une baisse marquée au second trimestre, durant lequel les ménages ont puisé dans leurs économies pour effectuer leurs derniers versements au titre de l'impôt pour l'année d'imposition 1989. Ces versements étaient exceptionnellement élevés parce que les retenues effectuées à la source en 1989 ne reflétaient pas les effets de certaines mesures fiscales adoptées la même année.

Le ralentissement de la demande intérieure, en particulier la baisse des dépenses réelles consacrées aux produits de l'industrie automobile ainsi qu'à la machinerie et l'équipement, s'est traduit par une réduction des importations de biens en volume. Par contre, le volume des exportations canadiennes a progressé d'environ 4½ % sur l'ensemble de l'année, malgré une détérioration accrue de la position concurrentielle de bon nombre d'exportateurs canadiens et le ralentissement marqué du rythme d'expansion de l'économie américaine. La demande de produits canadiens sur les marchés mondiaux a été maintenue grâce à la vigueur persistante de la croissance économique dans les grands pays industriels d'outre-mer, notamment l'Allemagne et le Japon. À ce chapitre, le redressement du volume des exportations de blé consécutif à une augmentation des récoltes en 1989 et à une moisson record en 1990 a joué un rôle particulièrement important.

À la faveur de la remontée des exportations, l'excédent de la balance commerciale en termes nominaux est passé de quelque 7 milliards en 1989 à un peu moins de 11 milliards de dollars en 1990. Cependant, le déficit global de la balance courante ne s'est virtuellement pas modifié, car l'accroissement des recettes nettes au titre de la balance commerciale a été neutralisé par une augmentation des revenus de placement versés aux non-résidents et par une hausse du déficit du poste des voyages.

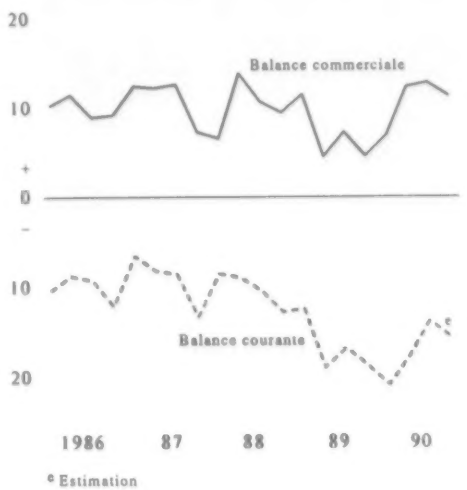
Les marchés du travail sont restés assez tendus au Canada jusqu'au milieu de l'année. Le taux de chômage, ramené à 7,2 % en mars, son plus bas niveau en neuf ans, a été en moyenne de 7,5 % pour l'ensemble du premier semestre. Toutefois, vu que l'économie s'est ralentie au cours des mois qui ont suivi et que les coûts salariaux ont continué leur progression, l'emploi a commencé à reculer, et le taux de chômage a grimpé pour atteindre 9,3 % en décembre.

L'activité économique s'est surtout ralentie dans la région centrale du pays. En Ontario, le taux de chômage a atteint 7,8 % en décembre, contre 5,4 % un an plus tôt, tandis qu'une hausse d'ampleur similaire au Québec a porté le taux à 11,7 %. L'atonie de l'activité dans le centre du pays tient à un certain nombre de facteurs : le recul des dépenses affectées aux

**Quelques postes**

Milliards de dollars

Données désaisonnalisées en chiffres annuels

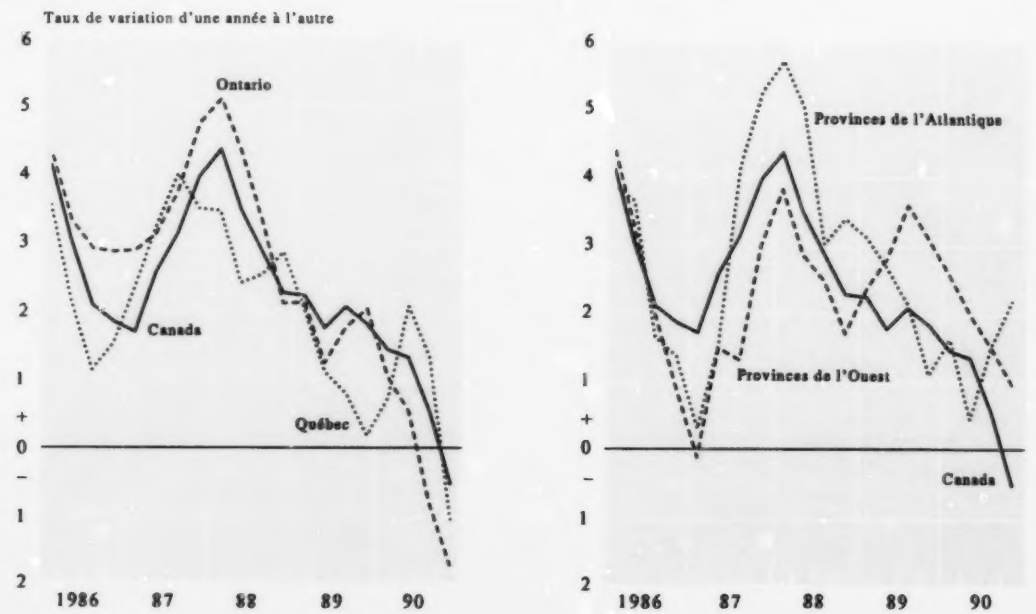


produits de l'automobile en Amérique du Nord, qui a fait baisser la production, concentrée en Ontario, du matériel de transport et des produits connexes comme l'acier, le plastique et le caoutchouc; la faiblesse des investissements dans cette province; et le repli marqué de l'activité dans les industries du meuble, du textile et de la confection, établies surtout au Québec et en Ontario. Quant à l'activité dans les secteurs de l'immobilier et de la construction, surtout la construction de logements, elle a connu un ralentissement prononcé dans la partie centrale du pays, particulièrement dans la région de Toronto.

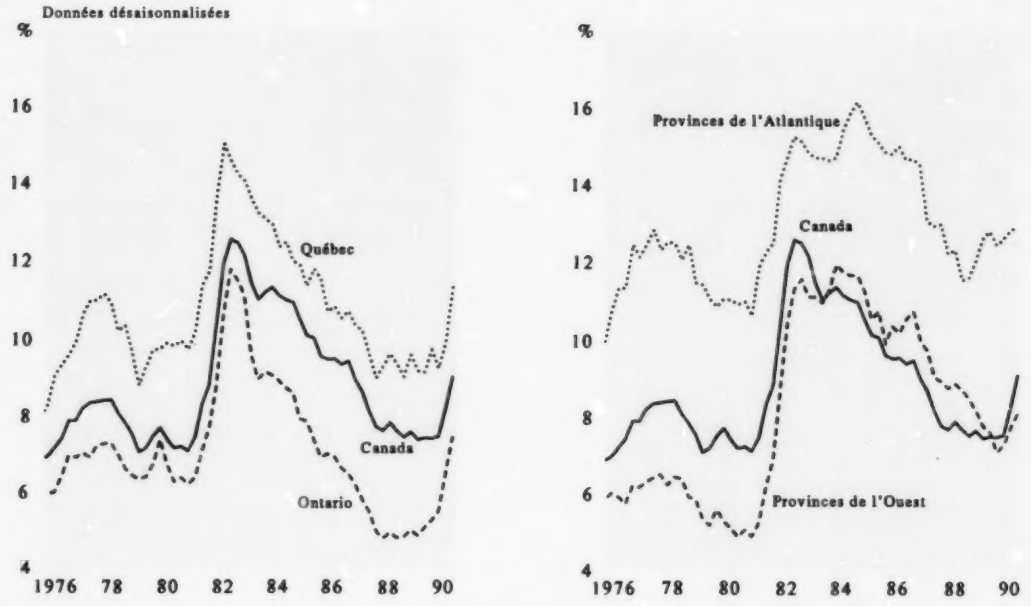
Dans les provinces de l'Atlantique, le rythme de croissance de l'emploi s'est fortement accéléré; à la fin de l'année, le niveau de l'emploi y dépassait de presque 2 % le chiffre de décembre 1989, alors que la moyenne nationale avait baissé de plus de 1 %. La forte progression de l'emploi dans les secteurs des services aux entreprises et de la construction ainsi que le maintien des investissements dans les industries d'exploitation des ressources naturelles et dans les services publics ont limité l'incidence que le ralentissement de l'économie canadienne pourrait avoir dans la région. Toutefois, les prix peu élevés du homard et la diminution des prises de poisson de fond ont contribué à affaiblir le secteur de la pêche. La production dans les autres industries d'exploitation des ressources naturelles a aussi accusé une baisse, en partie à cause des grèves qui ont frappé les industries extractives et les industries d'exploitation des produits de la forêt.

Dans les provinces des Prairies, la progression de l'emploi est restée supérieure à la moyenne nationale, grâce entre autres à la vigueur des investissements dans ces deux derniers secteurs. Par ailleurs, de gros investissements ont été effectués dans les réseaux de distribution du gaz naturel, à la lumière des taux élevés d'utilisation des réseaux de collecte et des perspectives d'accroissement des ventes sur les marchés américains. La production et le volume des exportations de grains ont augmenté grâce à une récolte record, mais celle-ci ne s'est pas tra-

**Croissance de l'emploi**



**Taux de chômage**




duite par une forte augmentation des revenus; la raison en est que les importantes subventions accordées à l'agriculture en Europe et aux États-Unis, conjuguées au fait que les récoltes ont été généralement bonnes partout dans le monde, ont fait baisser les cours des grains. En outre, les administrations fédérale et provinciales ont réduit les subventions qu'elles octroient aux agriculteurs.

En Colombie-Britannique, la croissance de l'emploi est restée relativement forte en 1990; de plus, la population active a continué de progresser très rapidement grâce à l'entrée de travailleurs provenant d'autres provinces et de l'étranger. L'économie de la Colombie-Britannique, soutenue par la vigueur persistante des dépenses de consommation et de la construction, s'est montrée particulièrement robuste au premier semestre. L'activité économique s'est ralentie au deuxième semestre sous l'effet de la baisse des cours des produits de base; en particulier, les prix du bois d'œuvre ont beaucoup fléchi en raison du recul marqué de la construction de logements aux États-Unis.

## L'inflation et les coûts

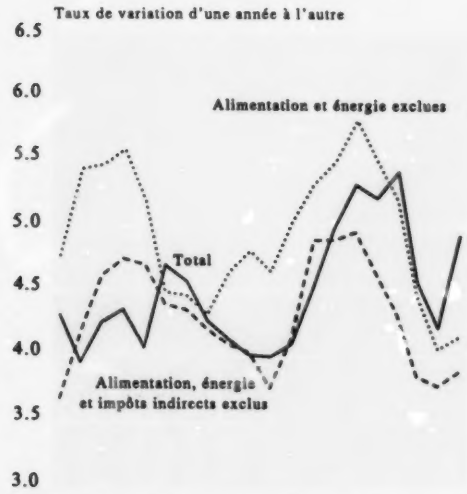
À la faveur d'une atténuation des pressions de la demande, la tendance à l'accélération de la hausse des prix à la consommation observée tout au long de 1989 et au début de 1990 s'est arrêtée, puis a commencé à s'inverser. Le rythme d'accroissement sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) est passé d'un sommet de quelque 5½ % au début de 1990 à environ 4¼ % au troisième trimestre. L'absence de nouvelles majorations importantes des impôts indirects en 1990 a sûrement contribué à ce ralentissement, mais il reste que les mesures de l'inflation qui ne tiennent pas compte des effets des impôts indirects ont aussi affiché une baisse au cours de la période. Au quatrième trimestre cependant, le taux d'inflation est remonté à 5 %, à la suite de l'augmentation des cours mondiaux du pétrole issue de l'aggravation des tensions dans le golfe Persique. Ce taux s'est encore accru de façon marquée au début de 1991 sous l'effet de la hausse du niveau général des prix, attribuable principalement à l'entrée en vigueur de la TPS le 1er janvier.

L'atténuation des pressions inflationnistes de la demande est aussi attestée par l'évolution de l'indice de prix à pondérations fixes du produit intérieur brut, qui couvre un large éventail de biens et de services produits au Canada. Le taux d'inflation mesuré par cet indice a été plus faible que le taux d'augmentation des prix à la consommation, en raison surtout de la baisse des prix des biens d'équipement et des prix à l'exportation de la plupart des produits de base autres que le pétrole.

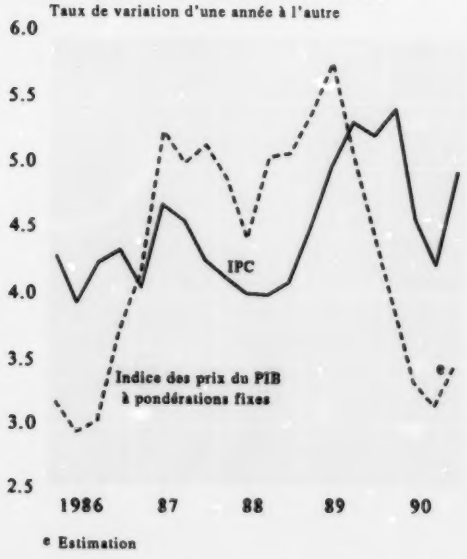
La faiblesse de la demande intérieure et le niveau plus bas des prix à l'exportation ont entraîné un amenuisement des marges bénéficiaires des sociétés en 1990. Seul le secteur énergétique, où la montée des cours du pétrole a permis un accroissement des bénéfices, a été épargné.

La progression continue des coûts intérieurs a aussi contribué à la compression des marges bénéficiaires. De fait, il n'y a guère eu jusqu'à maintenant de preuves tangibles que se soit produite la modération des hausses de coûts nécessaire à la réalisation de progrès soutenus dans la lutte contre l'inflation. Les marchés du travail sont restés tendus durant tout le premier semestre, et les coûts salariaux ont poursuivi leur ascension. L'indice à pondérations fixes des gains horaires moyens publié par Statistique Canada a augmenté de près de 6 % en moyenne en 1990, contre à peine plus de 5 % en 1989. Les augmentations des taux salariaux de base stipulées dans les principales conventions collectives ont connu une évolution semblable, les

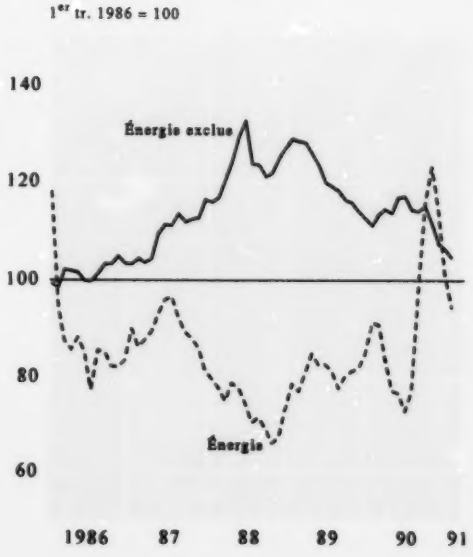
**Indice des prix à la consommation**




**Indice des prix à la consommation et indice des prix du produit intérieur brut**



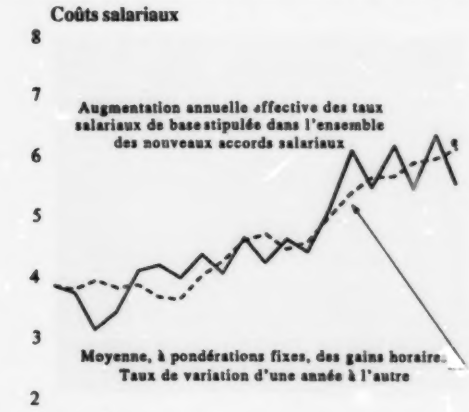

**Indices des cours des produits de base en dollars canadiens - Banque du Canada**

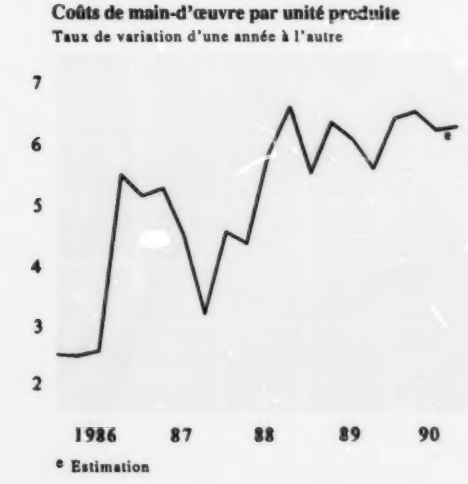


**Bénéfices des sociétés**

e Estimation

**Indicateurs de l'évolution des coûts à la production**



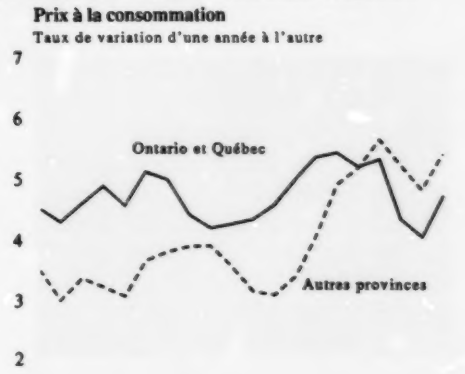




e Estimation

hausses salariales consenties dans le secteur privé étant un peu plus élevées en moyenne que celles du secteur public. Qui plus est, malgré les efforts des entreprises, en particulier celles des secteurs des ressources naturelles et de la fabrication, pour rationaliser leurs opérations et accroître leur productivité, on estime que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de plus de 6 % au cours de 1990. L'incidence nette de la majoration des contributions des employeurs à l'assurance-chômage et le nouveau mode de financement du système d'assurance-santé en Ontario expliquent environ un point de pourcentage de cette hausse.

Le fait que l'essoufflement de l'activité économique a surtout touché la région centrale

**Indicateurs de l'évolution à l'échelle régionale**



du pays se reflète dans le profil d'évolution de l'inflation sur le plan régional. Le taux d'accroissement des prix à la consommation s'est ralenti en Ontario, par suite notamment de la baisse du prix des maisons neuves. Par contre, l'inflation s'est accélérée dans les provinces de l'Ouest et de l'Atlantique; ces deux régions ont affiché en 1990 un taux d'augmentation des prix à la consommation supérieur à celui de la région centrale. Au Québec, le taux d'inflation a été plus élevé qu'en Ontario, mais il est resté au-dessous de la moyenne enregistrée dans l'ensemble des autres régions. En dépit du fléchissement marqué de l'activité économique en Ontario, les augmentations salariales négociées dans cette province ont été supérieures à la moyenne nationale, tout comme celles qui ont été consenties en Colombie-Britannique et dans les provinces de l'Atlantique. Les hausses négociées au Québec, dans les provinces des Prairies et dans le secteur public fédéral ont été inférieures à la moyenne nationale.

En janvier 1991, le taux d'augmentation de l'IPC sur 12 mois s'est vivement accéléré pour s'établir à plus de 6¾ %, ce qui est imputable, dans une large mesure, à l'entrée en vigueur de la TPS le premier jour du mois.

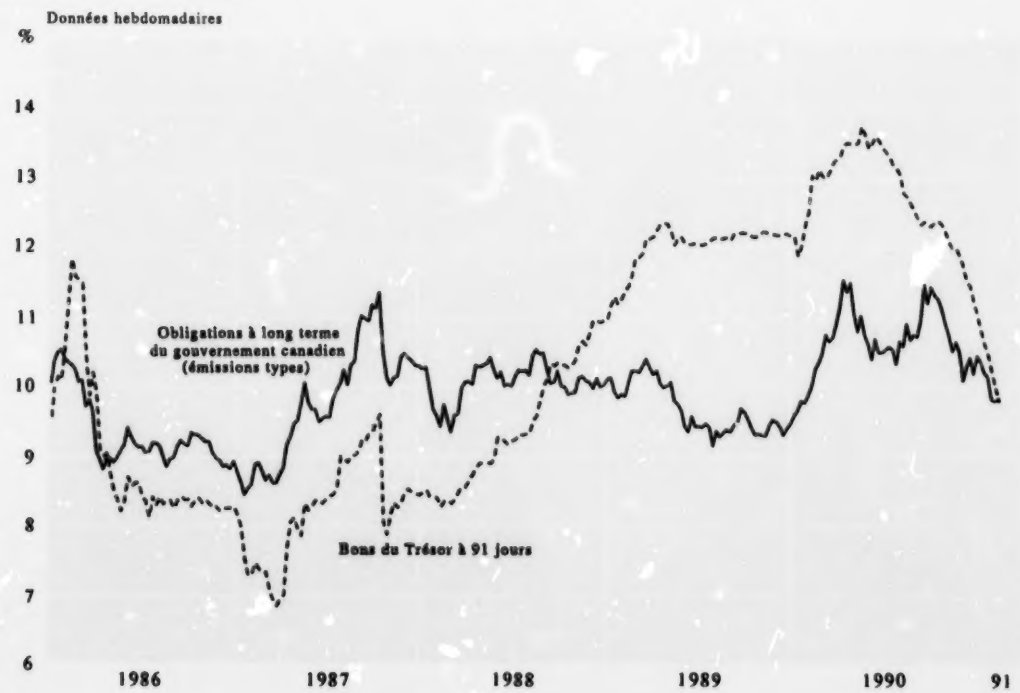
# L'évolution monétaire et financière

Le ralentissement de la croissance de la dépense globale s'est traduit par une décélération marquée du rythme de progression des agrégats monétaires et des agrégats du crédit en 1990 et il a permis un fléchissement sensible des taux d'intérêt à court terme à partir de la fin du printemps. Les taux d'intérêt à long terme, par contre, ont augmenté en 1990, reflétant l'influence du resserrement des marchés mondiaux des capitaux de même que certaines considérations d'origine interne.

## Les agrégats monétaires

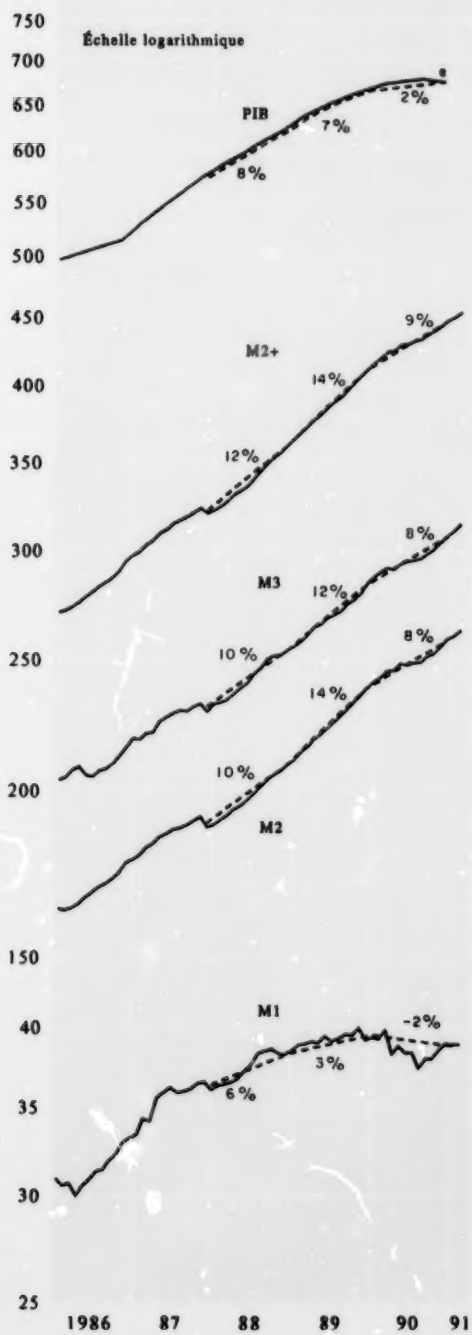
Après une accélération sensible en 1988 et 1989, le taux de croissance des agrégats au sens large M2 et M2 + est tombé en 1990 sous la barre des 10 % pour s'établir autour de 8½ %. Cette décélération s'explique principalement par le ralentissement du rythme d'expansion de la dépense globale. Le taux de croissance des agrégats M2 et M2 + est néanmoins demeuré bien au-dessus de celui de la dépense globale, ce qui s'inscrit dans le sens de la tendance à la hausse

**Taux d'intérêt canadiens**



## Agrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)

**Milliards de dollars, données désaisonnalisées**




**M2+ :**
M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires et dépôts à la Caisse d'épargne de l'Ontario et dans les succursales du Trésor de la province d'Alberta

**M3 :**
M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

**M2 :**
M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

**M1 :**
Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

**Nota :** Les taux de croissance expriment la variation entre le dernier trimestre de l'année précédente et celui de l'année indiquée. Les données du PIB sont des données trimestrielles, celles des agrégats monétaires des données mensuelles.

[e] Estimation pour le quatrième trimestre

qu'a affichée le ratio de ces agrégats au produit intérieur brut pendant la majeure partie des deux dernières décennies. De nouveau en 1990, la faiblesse de la campagne annuelle de ventes d'obligations d'épargne du Canada a stimulé la progression de ces agrégats au dernier trimestre, surtout celle de M2.

La croissance de l'agrégat M3 a également fléchi sous la barre des 10 % pour s'établir elle aussi autour de 8½ %. Cette décélération s'explique surtout par le ralentissement de la demande de crédit, notamment celle adressée aux banques.

L'agrégat au sens étroit M1 a fléchi d'à peu près 2 % pour l'année, reflétant la faible croissance de la dépense globale et l'influence retardée de la montée des taux d'intérêt au début de l'année. Il a connu de fortes fluctuations pendant l'année, accusant notamment une contraction prononcée au premier semestre et une reprise notable au second. Ce comportement s'explique en bonne partie par l'évolution des taux d'intérêt. En faisant augmenter le coût de détention des encaisses monétaires comprises dans l'agrégat M1, la hausse du loyer de l'argent a contribué ces dernières années à maintenir la progression de cet agrégat bien en deçà de celle de la dépense globale, tendance qui s'est poursuivie au premier semestre de 1990. Plus récemment, la baisse du loyer de l'argent a encouragé les entreprises et les particuliers à reconstituer leurs encaisses monétaires. Cela devrait se traduire par une croissance de M1 plus forte que celle de la dépense globale dans les prochains mois. L'ampleur inhabituelle des fluctuations du solde des effets du secteur privé en cours de compensation en 1990 a également contribué au profil heurté de M1 pendant l'année.

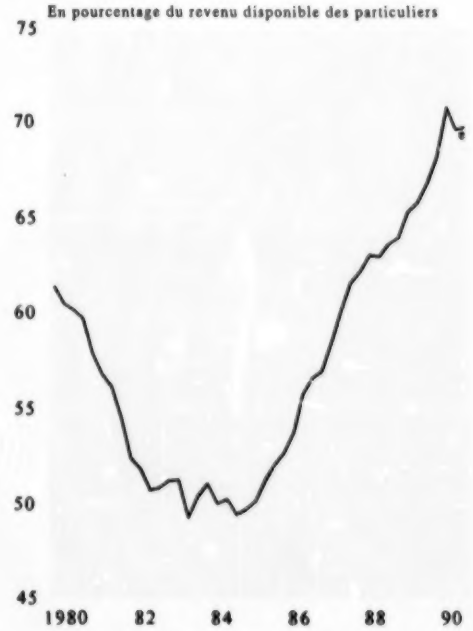
## Les agrégats du crédit

Un ralentissement prononcé de la demande de crédit a été observé en 1990. La croissance de l'ensemble de l'endettement des principaux secteurs non financiers est passée de 10 % au cours des deux années précédentes à un peu plus de 7 %, soit son taux le plus bas depuis 1983. Ce ralentissement est imputable à la diminution de la demande de crédit des entreprises et des ménages.

Le rythme d'accumulation de la dette publique est resté à peu près inchangé par rapport à 1989, après avoir affiché une forte décélération au cours des six dernières années, laquelle était particulièrement prononcée au palier fédéral. Grâce en partie à l'augmentation inespérée des recettes consécutive à la réforme fiscale, les besoins de financement des administrations publiques ont pu être contenus en 1990, malgré l'accroissement du service de la dette et le ralentissement économique.

Soutenue entre autres par la forte appréciation des biens immobiliers, la progression de l'endettement des ménages a été particulièrement rapide au cours des dernières années. Elle a atteint un rythme moyen de 16 % de 1987 à 1989, soit un taux fort supérieur à celui du revenu disponible des particuliers, ce qui, au dernier trimestre de 1989, avait porté le ratio de l'endettement au revenu pour l'ensemble des ménages au niveau jusque-là inégalé de 67 %. L'augmentation des taux d'intérêt, le ralentissement de l'activité économique et la réduction

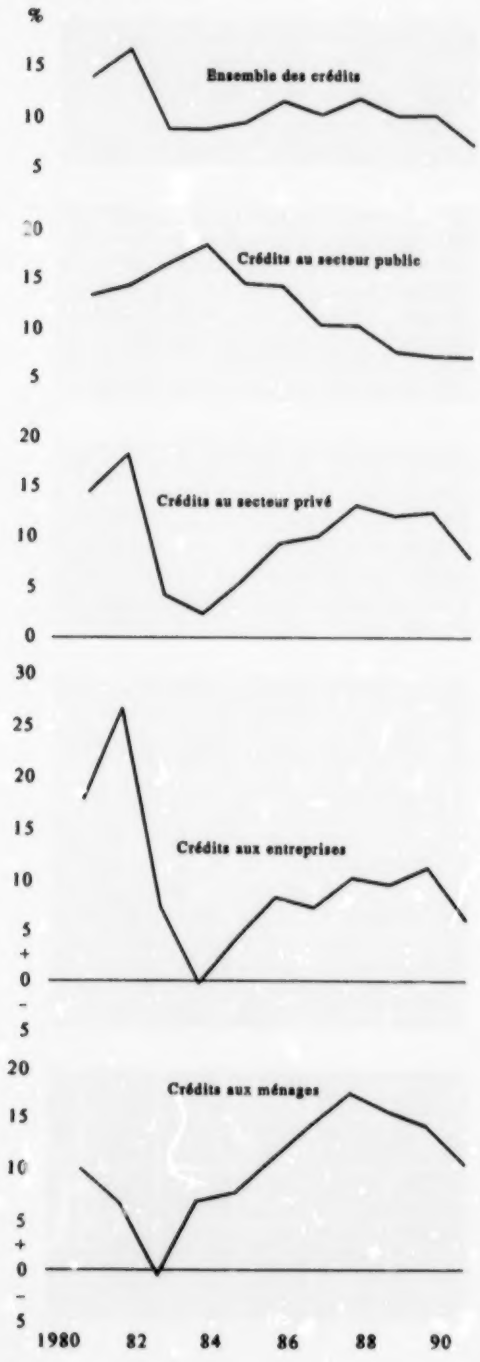
**Crédits aux ménages[1]**




1. Ensemble des institutions de prêt

e Estimation

## Agrégats du crédit[1]




Ensemble des crédits au secteur public[2] :
Prêts aux administrations fédérale, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales

Ensemble des crédits au secteur privé :
Ensemble des crédits aux entreprises et aux ménages

Crédits aux entreprises[2] :
Prêts et baux financiers accordés aux entreprises non financières plus acceptations bancaires, papier commercial, obligations et actions émis par elles

Crédits aux ménages :
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation

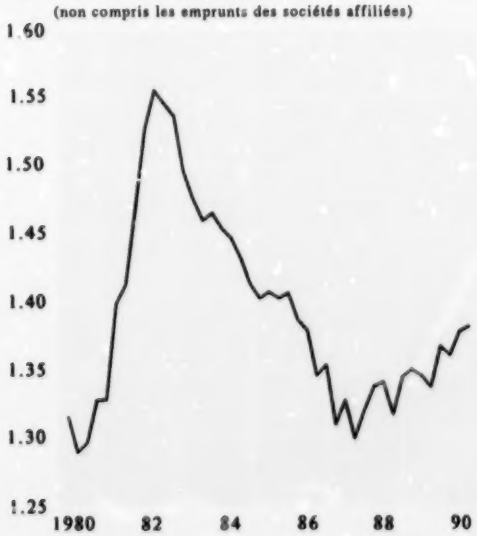
1. Taux de croissance entre le dernier trimestre de l'année précédente et celui de l'année indiquée
2. Ajustés pour retrancher l'effet des fluctuations du taux de change sur la dette libellée en devises

consécutive des prix des maisons – particulièrement dans le Sud de l'Ontario – ont entraîné un fléchissement considérable de la demande de crédit des ménages en 1990. Ce fléchissement s'est manifesté au niveau des emprunts hypothécaires et des emprunts personnels, étant donné la faiblesse des prix et de l'activité sur le marché de l'immobilier et le ralentissement des dépenses de consommation. À 10 % en moyenne au cours de l'année, la croissance de l'endettement des ménages est néanmoins demeurée plus rapide que celle du revenu disponible, et on estime que le ratio d'endettement s'est élevé à près de 70 % au dernier trimestre de 1990.

Malgré une forte baisse de leurs bénéfices, les entreprises ont considérablement réduit leurs demandes de financement en 1990, particulièrement au second semestre. La croissance de l'encours des crédits aux entreprises, qui avait été de 10 % en moyenne de 1987 à 1989, est tombée à 6 % en 1990. Un contrôle plus serré des stocks, le report de projets d'investissement et une réduction du nombre de prises de contrôle d'entreprises ont contribué à restreindre la demande de crédit. Devant la baisse des bénéfices, les sociétés ont réduit leur accumulation d'avoirs financiers. Quant au ratio de la dette à l'avoir propre des entreprises non financières, il a continué d'augmenter en 1990, mais, compte tenu du recours modéré à l'endettement dans le financement de l'expansion récente, il demeure plus faible qu'il ne l'était en 1985 au moment de la relance de l'investissement. Toutefois, vu la contraction des bénéfices des entreprises et la montée des coûts en intérêts, la proportion des paiements d'intérêts par rapport à ces bénéfices se situe maintenant à son niveau le plus élevé depuis 1983.

**Ratio d'endettement des entreprises**

(non compris les emprunts des sociétés affiliées)



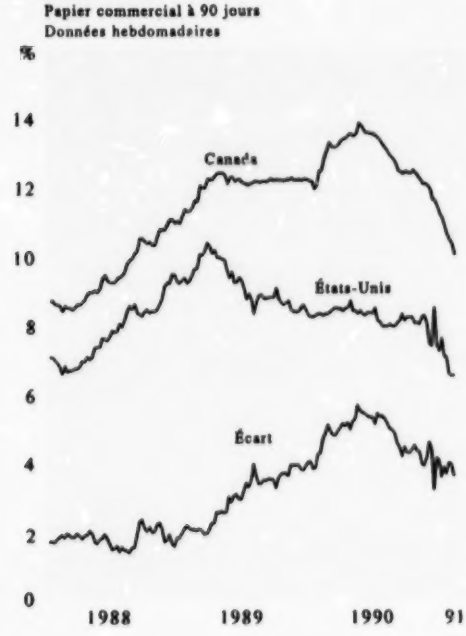

La détérioration des conditions économiques a incité les institutions financières à se montrer plus circonspectes dans l'octroi de prêts ou de lignes de crédit; elle n'a cependant pas entamé leur capacité de poursuivre leurs opérations de financement. Dans l'ensemble, les institutions prêteuses ont dégagé des bénéfices d'exploitation élevés au cours des dernières années et elles ont considérablement renforcé leurs assises financières. Les grandes banques canadiennes, par exemple, ont constitué d'importantes provisions pour pertes sur prêts souverains, et, comme on l'indique plus loin, leur ratio des fonds propres aux avoirs pondérés en fonction des risques se compare avantageusement aux normes qui ont été proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et adoptées au Canada par le surintendant des institutions financières. Quoique la proportion des prêts en souffrance ainsi que le montant des pertes sur prêts aient augmenté en 1990, ils demeurent tous les deux assez faibles par rapport à la moyenne des années 80, de sorte que la rentabilité des institutions financières dans l'ensemble est restée relativement élevée.

## Taux d'intérêt et taux de change

Après avoir affiché une grande stabilité pendant la majeure partie de 1989, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de près de 175 points de base au cours des cinq premiers mois de 1990 avant de redescendre progressivement. À la fin de l'année, le taux du papier commercial à trois mois avait baissé d'environ 250 points par rapport au sommet de 14% atteint au mois de mai.

Devant les indications préliminaires d'une réduction des pressions de la dépense globale sur l'appareil de production, la Banque du

**Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis**



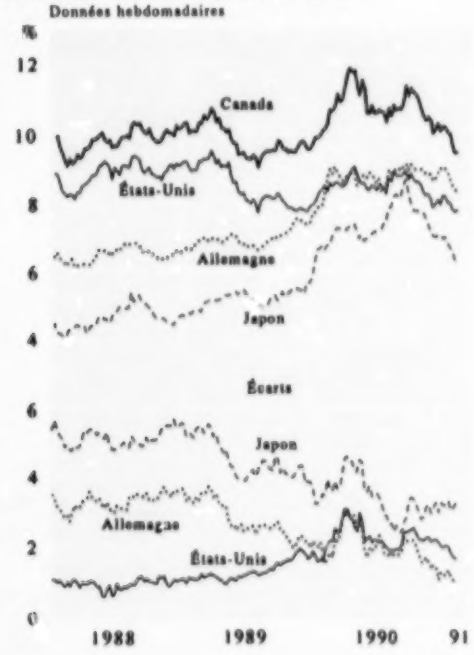

Canada a tenté d'encourager une légère diminution des taux d'intérêt à court terme au pays dès le début de 1990. Cette tentative s'est heurtée à l'augmentation des taux d'intérêt sur les marchés internationaux des capitaux et elle a fait entrevoir la possibilité d'un rétrécissement prononcé des écarts entre les taux canadiens et étrangers, ce qui a déclenché une chute précipitée du dollar canadien et provoqué un redressement marqué des taux d'intérêt à court terme. Au début, l'augmentation des taux à court terme a contrebalancé l'influence expansionniste de la dépréciation du dollar canadien sur la demande globale, mais étant donné les signes que cette dernière demeurait vigoureuse et la persistance des pressions inflationnistes au pays, la Banque ne s'est pas opposée à un raffermissement continu des taux d'intérêt même après que le dollar se soit redressé. Au deuxième trimestre, les inquiétudes soulevées par la perspective d'un échec de l'Accord du lac Meech sont venues exercer de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar et des pressions concomitantes à la hausse sur les taux d'intérêt. Par la suite, le ralentissement de la demande globale et l'atténuation des pressions inflationnistes ont permis un assouplissement graduel des taux d'intérêt à court terme. L'écart entre les taux canadiens et américains du papier commercial à 90 jours s'est ainsi élargi jusqu'à un maximum de 5,6 points de pourcentage au mois de mai, puis il est revenu à moins de 4 points à la fin de l'année, soit près du niveau qu'il affichait à la fin de 1989.

Bien qu'il ait fait l'objet de fluctuations prononcées pendant l'année, le dollar canadien cotait 0,8621 dollar É-U à la fin de 1990, à peu près son taux de clôture à la fin de l'année précédente. Par rapport à une moyenne pondérée des monnaies du groupe des Dix, il s'est déprécié d'environ 2 %.

Le taux de rendement des obligations à long terme a accusé en 1990 une forte augmentation, imputable principalement à la montée généralisée des taux d'intérêt à long terme qu'ont produite sur les marchés mondiaux des capitaux un certain nombre de facteurs, dont la vigueur de l'activité économique outre-mer, notamment au Japon et en Allemagne, les perspectives d'une augmentation de la demande de capital provenant de la libéralisation des économies de l'Europe de l'Est et la crise du golfe Persique. La hausse des taux à long terme a toutefois été sensiblement plus prononcée au Canada qu'aux États-Unis, et l'écart entre les taux des obliga-

**Taux de change**

**Taux de rendement des obligations à 10 ans des gouvernements canadien et étrangers**




tions des gouvernements des deux pays, qui s'établissait à moins de 1½ point de pourcentage à la fin de 1989, s'est creusé à plus de 2 points. L'élargissement de cet écart au moment où le taux d'inflation devenait moins élevé au Canada qu'aux États-Unis témoigne en partie de l'incertitude accrue engendrée par la situation politique au pays et en partie de l'engouement que la situation internationale a suscité pour les titres américains.

Dans l'ensemble, l'évolution des taux administrés a suivi de près celle des taux du marché pour les échéances correspondantes. Les banques à charte ont relevé le taux de base de leurs prêts aux entreprises de 1¼ point de pourcentage au premier semestre sous l'influence de l'augmentation des taux à court terme, puis l'ont rabaissé de 2 points au second semestre, pour le porter à 12¼ % à la fin de l'année. Les taux des prêts hypothécaires ont affiché un profil assez similaire, accusant toutefois au début de l'année une augmentation plus prononcée, qui reflète l'évolution du taux de rendement des obligations. Le taux des prêts à la consommation a quant à lui connu une évolution sensiblement différente; son augmentation au début de l'année a été nettement moins marquée que celle des autres taux et sa diminution a été moindre par la suite.

Au cours des deux premiers mois de 1991, le niveau des taux d'intérêt à court terme a fléchi d'environ 1½ point de pourcentage, entraînant une diminution de 1½ point du taux de base des prêts bancaires. Les taux à long terme ont baissé d'environ un demi-point et l'écart qu'ils affichaient par rapport aux taux américains correspondants s'est rétréci à près de 1¾ point de pourcentage. Quant au dollar canadien, il s'est légèrement raffermi pendant cette période.

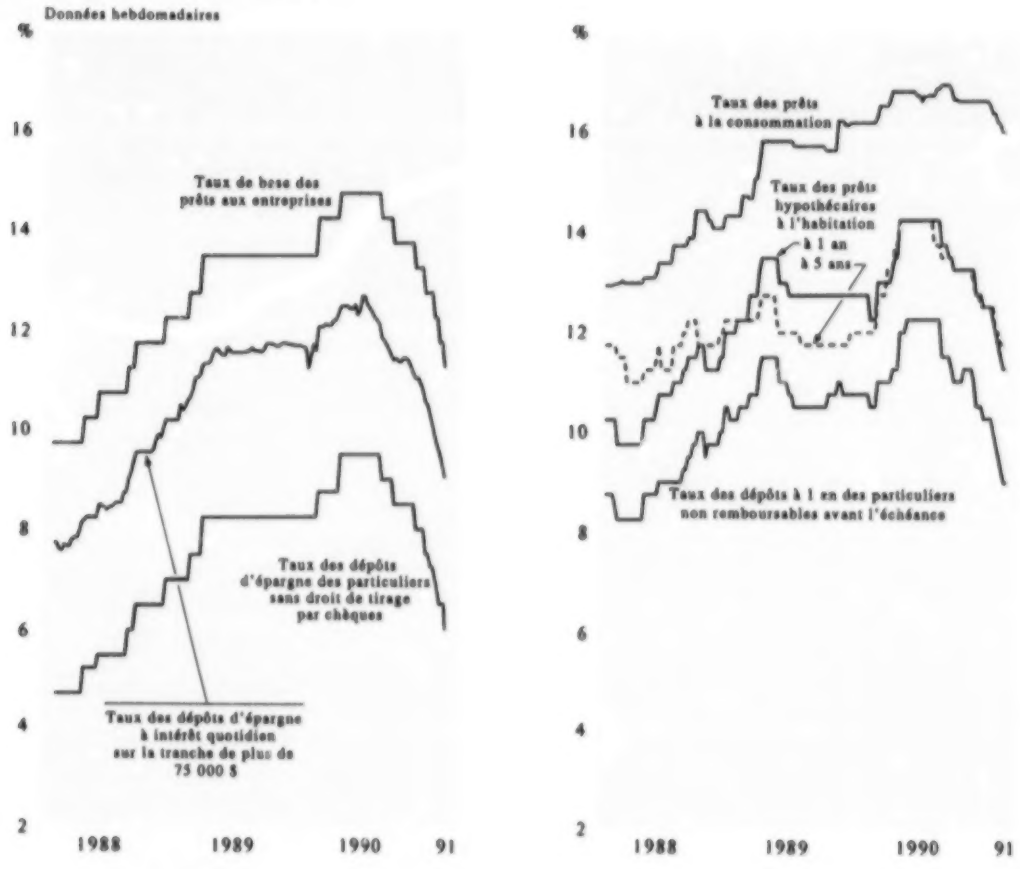
## Autres aspects de l'évolution financière

En 1990, la Banque du Canada a continué d'accorder son concours aux travaux de remaniement des systèmes canadiens de compensation et de règlement. Ces travaux visent à réduire les risques inhérents à ces systèmes et à en accroître l'efficacité et la sécurité tant pour ceux qui les utilisent que pour ceux qui les exploitent. Les questions en jeu sont complexes; mais, au-delà de cette complexité, il est capital que les participants soient incités à déterminer et à réduire les risques qu'ils encourent et qu'ils soient en mesure de le faire. Les autres questions touchent à la répartition des risques, à l'accessibilité des systèmes et à la surveillance exercée par les pouvoirs publics.

La Banque collabore avec l'Association canadienne des paiements à l'étude du projet de mise sur pied d'un système de transfert de paiements de grande valeur. L'implantation d'un tel système devrait, en plus de réduire le risque systémique, présenter des avantages considérables comme la certitude de règlement pour les institutions financières et la finalité des paiements le même jour pour les usagers du système des paiements. On entend tirer les mêmes avantages des mécanismes de compensation et de règlement des opérations sur titres et sur devises.

Les travaux relatifs aux dispositifs de compensation et de règlement des opérations sur titres ont progressé dans un certain nombre de

**Quelques taux d'intérêt des banques**




domaines. La Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS) et les pouvoirs publics étudient actuellement les mécanismes de réduction des risques et les autres questions de politiques. Avec la collaboration de la Banque et d'autres institutions financières, la CDS a jusqu'ici immobilisé 74 % de l'encours des obligations du gouvernement canadien. Par ailleurs, la conception d'un nouveau système de compensation et de règlement de la plupart des transactions sur titres de dette et titres du marché monétaire se poursuit. Parallèlement, des progrès considérables ont été accomplis par les comités constitués au Canada, et auxquels siège la Banque, pour étudier l'applicabilité des recommandations relatives aux mécanismes de compensation et de règlement des opérations sur titres que contient le rapport du groupe des Trente.

La Banque des Règlements Internationaux a publié en novembre 1990 le *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du groupe des Dix*. Ce comité, auquel siégeait un représentant de la Banque du Canada, a examiné l'apport aux systèmes de compensation des ordres de paiement interbancaires et des opérations de change. Il recommande des normes minimales en ce qui concerne la conception et le fonctionnement de tels systèmes afin que soit garantie la gestion prudente du risque de crédit et du risque de liquidité et propose un cadre de

suivi effectif. La pertinence des recommandations du rapport ne se limite pas aux paiements internationaux et aux marchés des changes, les normes minimales constituant aussi un point de départ utile à l'évaluation des procédures de gestion des risques associés à la compensation et au règlement d'autres transactions financières.

Sur le plan législatif, les textes remaniés de la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt* et de la *Loi sur les banques* ont été déposés au Parlement à l'automne. Les lois régissant les compagnies d'assurance et les coopératives de crédit ainsi que d'autres lois connexes seront également révisées. Elles englobent les principaux éléments de la politique nationale relative au nouveau cadre législatif des institutions financières à charte fédérale. En vertu des nouvelles lois, les banques à charte ne seront plus obligées de tenir des réserves en contrepartie de leur passif-dépôts. Cette modification n'influera aucunement sur la capacité de la Banque de mettre en œuvre la politique monétaire, mais les aspects techniques de la conduite au jour le jour de cette dernière devront être modifiés en conséquence. La Banque publiera incessamment un autre document de travail sur cette question et continuera d'agir en concertation avec les principales institutions financières au sujet du fonctionnement du nouveau système.

Les grandes banques canadiennes ont continué d'accroître leurs fonds propres, devançant les échéances prévues dans le calendrier recommandé par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. À cet égard, les six grandes banques du pays ont atteint le ratio minimal intermédiaire des fonds propres aux avoirs pondérés en fonction des risques, soit 7,25 %, auquel elles devaient se conformer avant la fin de 1990. Qui plus est, elles ont dépassé le ratio de 4 % du noyau de fonds propres qu'elles devaient atteindre avant la fin de 1992. Certaines de ces banques se sont en outre déjà conformées, avant l'échéance de 1992, à la norme de 8 % établie pour l'ensemble des fonds propres.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire note dans son document de juillet 1988 intitulé *La convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* qu'il entend explorer les méthodes possibles d'incorporation des risques de marché dans le dispositif de mesure des normes de fonds propres en fonction des risques, lequel a surtout tenu compte jusqu'ici du risque de crédit. Au cours des deux dernières années, le Comité a réalisé des progrès considérables dans l'élaboration d'une approche concertée en matière de mesure des risques (risque de change, risque de position et risque de taux d'intérêt). Le Comité se penche aussi sur des propositions visant à clarifier la définition des fonds propres et à améliorer la qualité des fonds propres des banques internationales.

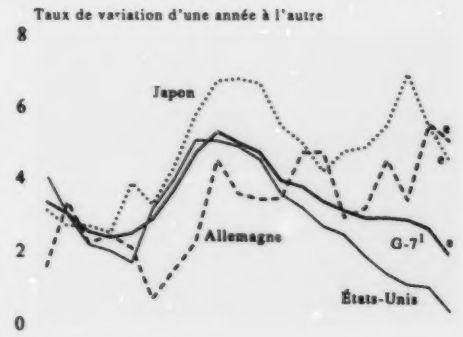
# L'évolution internationale

## Les grands pays industriels

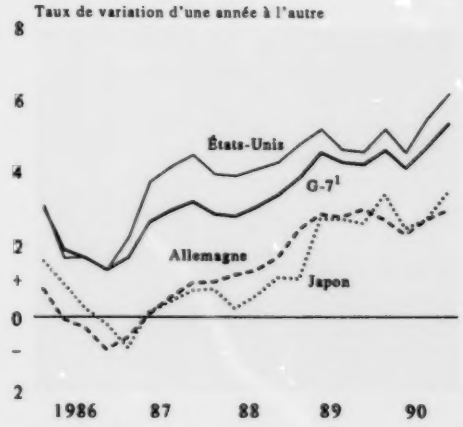
Dans l'ensemble, la décélération du rythme de l'activité économique dans les grands pays industriels s'est poursuivie en 1990; les résultats économiques enregistrés ont néanmoins beaucoup varié d'un pays à l'autre. L'activité s'est nettement ralentie aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni, où les pressions inflationnistes avaient suscité une réaction relativement ferme de la part des autorités monétaires. Maintenant que les conditions de la demande se sont considérablement détendues dans ces trois pays, les pressions inflationnistes sous-jacentes semblent se résorber. En revanche, au Japon et en Allemagne, la croissance de la dépense s'est accélérée, sous l'effet de la vigueur persistante de la demande intérieure et, dans le cas de l'Allemagne, de l'augmentation des dépenses publiques liée à l'unification du pays. Les taux élevés d'utilisation des capacités de production continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix dans ces deux pays. Au second semestre, l'accroissement des prix à la consommation a été accentué par le renchérissement du pétrole sur les marchés mondiaux, provoqué par la crise du golfe Persique. Le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient au début de 1991 a rendu très incertaines les perspectives d'évolution à court terme du cours du pétrole et de l'inflation dans tous les pays.

Les mouvements enregistrés par les taux de change et les taux d'intérêt en 1990 s'expliquent par l'évolution divergente de la dépense et de la production dans les grands pays industriels. En effet, les taux d'intérêt à court terme ont baissé aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, où les pressions de la demande affichaient de nets signes de ralentissement, mais ils ont monté au Japon et en Allemagne, où les pressions inflationnistes se sont intensifiées. Cette combinaison de facteurs a fait fléchir le rendement relatif des avoirs libellés en dollars

**Production dans les sept grands pays industriels[1]**




**Prix à la consommation**




1. États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada : chiffres pondérés par le PIB ou le PNB de 1987

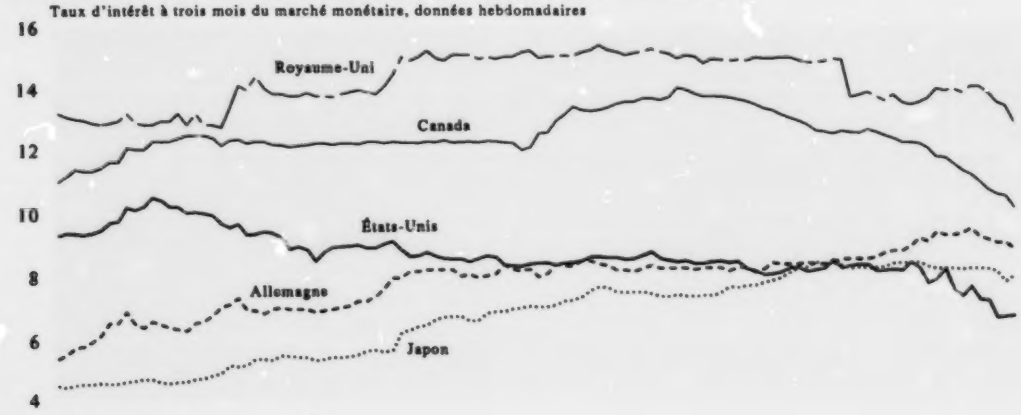
e Estimation

É.-U. et a entraîné un repli de la devise américaine par rapport à la plupart des autres grandes monnaies, surtout durant le deuxième semestre de l'année.

Au premier semestre de 1990, les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté dans la plupart des pays. Cette augmentation

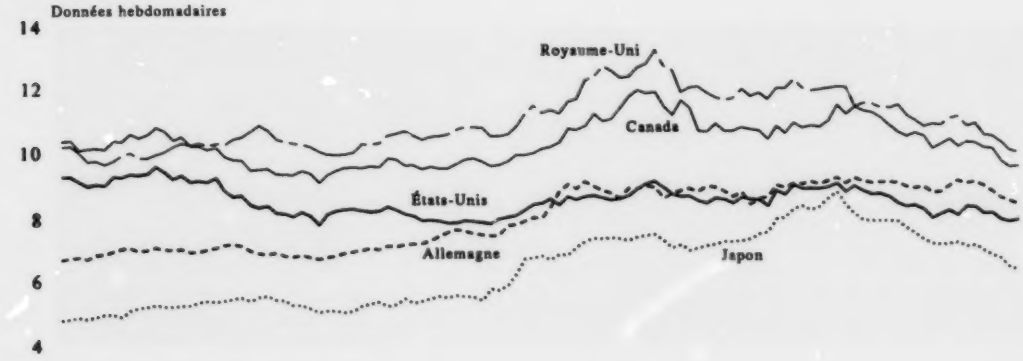
**Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans certains grands pays industriels**

Taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire, données hebdomadaires



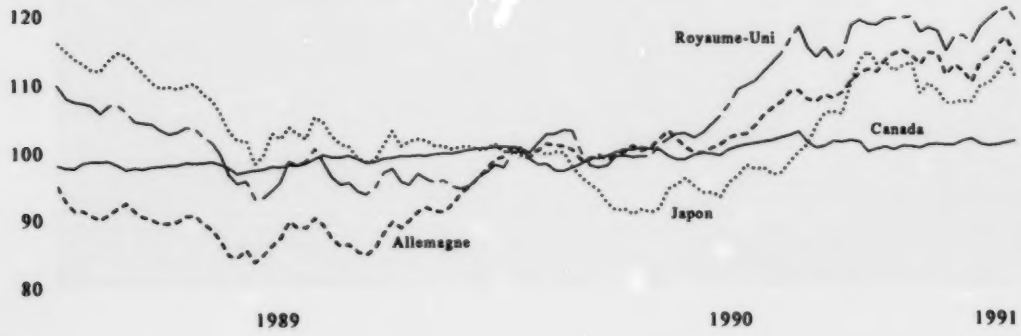

**Taux d'intérêt à long terme**

Données hebdomadaires




**Quelques taux de change**

Par rapport au dollar É.-U., janvier 1990 = 100, données hebdomadaires

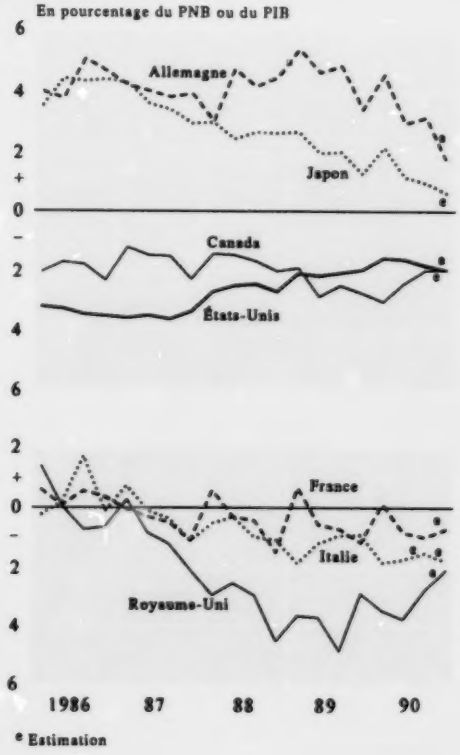


tient en bonne partie à l'accroissement attendu de la demande de capitaux à l'échelle mondiale, compte tenu des événements survenus en Allemagne orientale en particulier mais aussi en Europe centrale et en Europe de l'Est, au moment où la forte expansion de la demande intérieure au Japon et en Allemagne risque fort de réduire le montant net de l'épargne pouvant être placée à l'étranger. L'incertitude accrue quant à l'évolution globale de l'inflation pourrait aussi avoir alimenté la hausse des taux d'intérêt à long terme. Ceux-ci ont toutefois fléchi dans la plupart des grands pays vers la fin de l'année 1990 et au début de 1991, dans le sillage d'une baisse des taux à long terme américains. Les cours des actions se sont repliés de façon marquée en 1990 dans tous les grands pays industriels, phénomène qui s'est accompagné dans certains cas d'un recul des prix dans l'immobilier. Cette évolution a suscité des craintes dans quelques pays quant à la vulnérabilité possible des systèmes financiers à un nouveau tassement de l'activité économique; son incidence sur le comportement des ménages et des entreprises en matière de dépense a aussi été une source de préoccupations.

Un certain nombre de facteurs se sont conjugués au cours de 1990 pour favoriser un ajustement des déséquilibres des balances extérieures entre les grands pays industriels. Au premier rang de ces facteurs venaient les positions conjoncturelles respectives des économies, à savoir une demande intérieure forte au Japon et en Allemagne occidentale et plutôt faible aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. En outre, vers la fin de l'année, la hausse des cours mondiaux du pétrole a commencé à se répercuter sur les balances extérieures, comprimant les excédents du Japon et de l'Allemagne, tout en aggravant le déficit des États-Unis. La dépréciation du dollar américain par rapport au yen et au mark allemand au deuxième semestre devrait donner un nouvel élan à la demande d'importations au Japon et en Allemagne et freiner les exportations en provenance de ces deux pays. Il est à prévoir que la réunification des deux Allemagnes, devenue officielle en octobre 1990, aura aussi des incidences sur le profil des déséquilibres extérieurs. On s'attend en effet à ce que la réunification stimule encore davantage la demande intérieure en Allemagne et contribue à une nouvelle contraction de l'excédent commercial de ce pays, entraînant du même coup une réduction des déficits commerciaux d'autres pays.

Les arrangements monétaires dont se dotera l'Europe ont continué, en 1990, de dominer les discussions relatives à l'intégration économique européenne. Des progrès concrets ont été accomplis dans la voie de l'union monétaire, grâce à l'adoption par l'Italie, en début d'année, d'une fourchette de fluctuation plus étroite pour la lire au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen et à l'entrée officielle en octobre de la livre sterling dans le mécanisme de change. Les membres de la Communauté européenne ont enclenché formellement en décembre le processus d'élaboration des caractéristiques institutionnelles d'une future banque centrale européenne.

**Balance courante**

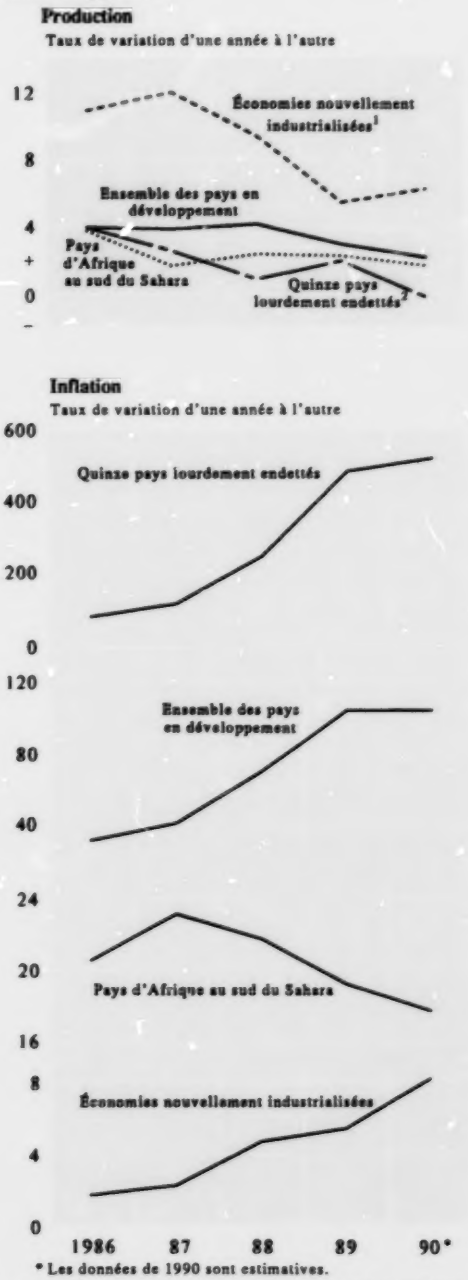


## Les pays en développement

Pour l'ensemble des pays en développement, 1990 aura été une autre année difficile. Dans les pays d'Afrique situés au sud du Sahara, le rythme de croissance de la production a encore ralenti par rapport à la cadence déjà faible enregistrée l'année précédente. Si le niveau moyen de la production dans le groupe des quinze pays à revenu moyen lourdement endettés est resté stable en 1990, cela tient en grande partie à l'évolution de la situation au Brésil et en Argentine, où des mesures restrictives ont été prises en vue de combattre l'hyperinflation. Toutefois, malgré les efforts de stabilisation déployés dans ces pays et dans d'autres, le taux d'inflation moyen enregistré dans les principaux pays débiteurs a atteint de nouveaux sommets. Bien que le renchérissement du pétrole avive les pressions qui s'exercent sur les prix dans ces pays, certaines nations exportatrices de pétrole, telles que le Mexique, le Venezuela et le Nigeria, devraient bénéficier d'un accroissement de leurs revenus d'exportation. Cependant, l'incidence de la hausse des cours du pétrole sur la demande globale dans les pays industriels et, par conséquent, sur les exportations des pays en développement, conjuguée au recul des prix d'autres produits de base, aggravera le climat économique dans la plupart des autres pays en développement.

Bien que, dans l'ensemble, la situation n'ait guère été encourageante en 1990, un certain nombre de pays se sont bien tirés d'affaire. En effet, les économies nouvellement industrialisées d'Asie ont continué d'afficher des taux de croissance élevés, quoique ceux-ci aient été bien inférieurs à ceux qui avaient été observés au milieu des années 80 et que l'inflation se soit accélérée. En outre, certains pays lourdement endettés comme le Mexique, la Colombie et le Venezuela, qui ont adopté des programmes de réforme économique et persévéré dans cette voie, ont connu une expansion économique modérée en 1990. Au Chili, où des réformes avaient déjà été entreprises, la croissance s'est stabilisée à un rythme plus facile à soutenir après plusieurs années d'expansion très rapide. L'amélioration des conditions économiques dans ces quatre pays a été suffisante pour leur permettre de contracter de modestes emprunts sur les marchés internationaux de capitaux.

**Production et inflation dans les pays en développement**



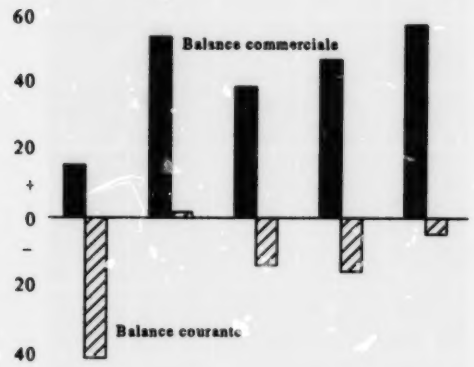

* Les données de 1990 sont estimatives.

1. Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan Province de la Chine
2. Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Côte-d'Ivoire, Équateur, Maroc, Mexique, Nigeria, Pérou, Philippines, Uruguay, Venezuela et Yougoslavie

**Balance commerciale et balance courante des pays en développement**

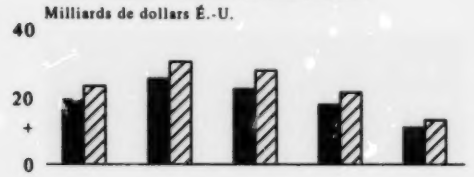
**Ensemble des pays en développement**

Milliards de dollars É.-U.



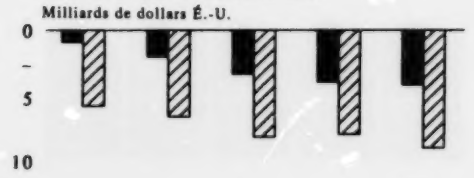

**Économies nouvellement industrialisées**

Milliards de dollars É.-U.



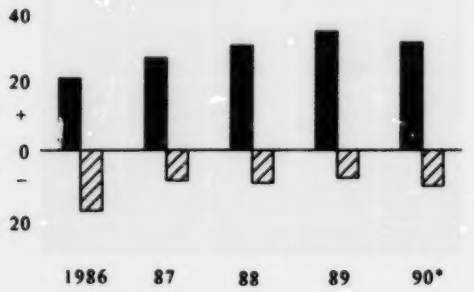

**Pays d'Afrique au sud du Sahara**

Milliards de dollars É.-U.




**Quinze pays lourdement endettés**

Milliards de dollars É.-U.



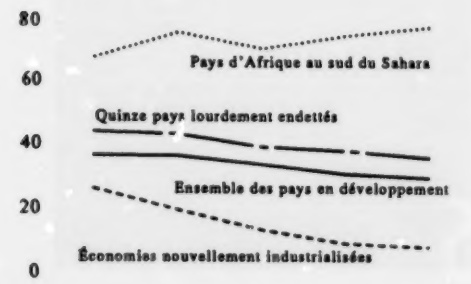

* Les données de 1990 sont estimatives.

L'amélioration de la conjoncture économique et la diminution des ratios de la dette extérieure observées dans quelques-uns des principaux pays créditeurs pourraient aussi être attribuées aux nouvelles initiatives lancées dans le cadre de la stratégie internationale de la dette. Le Mexique, les Philippines, le Costa Rica, le Venezuela et l'Uruguay ont conclu, avec leurs créanciers bancaires, des ententes visant la réduction de l'encours et du service de leur dette en vertu des programmes d'ajustement économique négociés avec le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. L'élargissement de la stratégie internationale de la dette opéré l'an dernier devrait permettre la réalisation de progrès additionnels dans le dénouement de la crise de l'endettement. Par exemple, on s'attache de plus en plus à l'heure actuelle à

**Endettement extérieur des pays en développement**

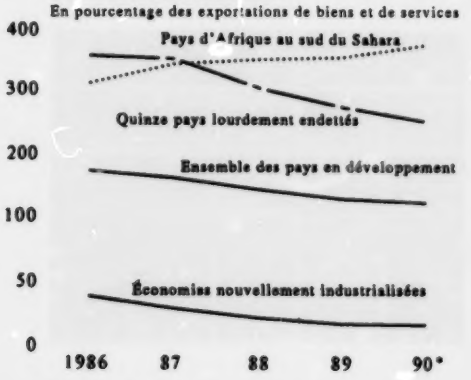
**Ratios de la dette extérieure**

En pourcentage du PIB




**Ratios de la dette extérieure**

En pourcentage des exportations de biens et de services




* Les données de 1990 sont estimatives.

trouver des façons d'alléger le fardeau des pays qui sont surtout endettés vis-à-vis des organismes officiels. Ces derniers ont négocié pour la première fois en 1990 des conditions de paiement particulières avec des pays très pauvres situés à l'extérieur du continent africain, et ils ont accepté que soit rééchelonné sur de plus longues périodes le remboursement des prêts officiels accordés aux pays dont les revenus sont inférieurs à la moyenne. Les pays créditeurs ont aussi convenu d'envisager certains projets de réduction de l'endettement officiel comportant des conversions de dettes en prises de participation et certaines initiatives visant la protection de l'environnement. D'autres mesures sont également à l'étude.

## L'Europe centrale, l'Europe de l'Est et l'U.R.S.S.[1]

Après avoir piétiné durant plusieurs années, les économies planifiées de l'Europe centrale, de l'Europe de l'Est et de l'U.R.S.S. ont été durement secouées en 1990, les mécanismes économiques traditionnels connaissant des ratés ou cessant tout bonnement de fonctionner. Un certain nombre d'entre elles se sont lancées dans d'ambitieux programmes de réforme économique reflétant l'acceptation graduelle des règles du marché et une plus grande ouverture à la concurrence. La mise en œuvre des réformes a toutefois été difficile, la marche à suivre ne faisant pas l'unanimité. Ces pays ont aussi souffert de l'éclatement des ententes relatives au commerce régional, des perturbations de la production de pétrole en Union soviétique, de la hausse des cours mondiaux du pétrole et des restrictions sur les échanges commerciaux découlant de la crise du golfe Persique. En conséquence, leur production a accusé une forte baisse pendant l'année.

Les taux d'inflation enregistrés dans cette région du monde ont beaucoup varié d'un pays à l'autre. La rigueur des politiques économiques appliquées en Pologne et en Yougoslavie a donné lieu à un ralentissement sensible de l'inflation au premier semestre de l'année, bien que celle-ci ait regagné du terrain au second semestre. Les politiques monétaires assez restrictives qui ont été mises de l'avant en Hongrie et en Tchécoslovaquie ont aussi contenu la poussée inflationniste due à la suppression des subventions et au renchérissement du pétrole. Par contre, le fait que les demandes de crédit en Union soviétique, en Bulgarie et en Roumanie ont continué d'être automatiquement satisfaites par les autorités monétaires a contribué à aggraver l'inflation dans ces pays.

Les grands pays industriels octroient une aide technique aux nations de cette région soit directement, soit par le truchement d'interventions multilatérales menées sous les auspices du FMI, de la Banque mondiale et de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Ils ont aussi participé, avec d'autres États, à la création de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, un nouvel organisme dont la fonction est de promouvoir le développement du secteur privé chez ses membres d'Europe centrale et d'Europe de l'Est.

## Les institutions financières internationales

Les exigences continuelles découlant de la stratégie internationale de la dette, les spectaculaires revirements de situation en Europe centrale, en Europe de l'Est et en U.R.S.S. de même que la crise du golfe Persique ont fait de 1990 une année très chargée pour le FMI et la Banque mondiale. En mai, les pays membres du FMI ont autorisé un relèvement global de 50 % du capital de l'institution; il reste maintenant à leurs gouvernements à ratifier les hausses des quotes-parts qui en résultent. Grâce à cet accroissement de son capital, le FMI pourra continuer de jouer un rôle de premier plan dans les activités financières internationales au cours des prochaines années, en soutenant par exemple sur les plans financier et technique les réformes entreprises en Europe centrale et en Europe de l'Est. La Tchécoslovaquie et la Bulgarie sont devenues membres du FMI et de la Banque mondiale en 1990, suivant en cela l'exemple de la Hongrie, de la Pologne et de la Roumanie.

[1] Le classement des pays de cette région du monde étant quelque peu flottant, il a été décidé, aux fins du présent rapport, que l'Europe centrale et l'Europe de l'Est comprennent la République fédérative tchèque et slovaque (Tchécoslovaquie), la Hongrie, la Pologne, la Bulgarie, la Roumanie et la Yougoslavie.

Les événements survenus récemment dans le golfe Persique ont contribué eux aussi à accentuer les problèmes de déséquilibre des paiements que connaissent un certain nombre de pays en développement, renforçant par le fait même la nécessité d'une aide internationale concertée. En plus d'être touchés par le renchérissement des importations de pétrole, certains pays ont vu baisser leurs revenus au titre du transport maritime ainsi que les envois de fonds des travailleurs; de plus, ils ont aussi perdu une partie de leurs marchés d'exportation en raison des sanctions imposées par les Nations Unies à l'Iraq. Le FMI et la Banque mondiale ont réagi à cette situation en modifiant les programmes existants de manière à pouvoir octroyer, à un rythme accéléré et pour des montants plus élevés, des prêts conditionnels aux pays admissibles.

Un autre événement important sur le plan institutionnel en 1990 a été la neuvième reconstitution des ressources de l'Association internationale de développement (IDA), organisme affilié à la Banque mondiale. L'IDA finance à même ses ressources les prêts à caractère concessionnel qu'elle accorde aux pays pauvres dans le cadre de programmes visant la diminution de la pauvreté, la mise en œuvre de réformes d'ordre macroéconomique et structurel et la protection de l'environnement. En outre, les pays membres de la Banque mondiale ont convenu de créer le Fonds pour l'environnement mondial, qui fournira des subventions ou des prêts concessionnels aux pays en développement afin de les aider à mettre en place des programmes de protection de l'environnement.

## Les crédits-relais

La Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé avec les autorités monétaires d'autres pays industriels à trois ententes visant à accorder des crédits-relais en 1990. Les parts souscrites par le Canada dans le cadre d'opérations multilatérales au profit du Venezuela, de la Guyane et de la Hongrie étaient respectivement de 13 millions, de 31,75 millions et de 5 millions de dollars É.-U. Dans chacun des cas, les crédits octroyés étaient liés à un programme d'ajustement économique implanté avec le concours du FMI et de la Banque mondiale. Les prêts ont été remboursés entièrement à leur échéance ou avant celle-ci. L'entente concernant la Guyane revêt une importance particulière, car c'est la première entente issue du nouvel effort international de concertation visant à trouver une solution au problème des arriérés sur les prêts consentis par les institutions financières internationales. Le Canada a présidé le groupe de soutien multilatéral qui a aidé la Guyane à rembourser ses arriérés et à normaliser ses relations avec les organismes internationaux. Deux crédits-relais octroyés en 1989, l'un au Mexique, l'autre à la Pologne, ont aussi été remboursés intégralement en 1990.

# LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

## La mise en œuvre de la politique monétaire

Dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque du Canada fait appel à diverses techniques pour influer sur les taux d'intérêt à court terme. La plus importante de ces techniques est l'ajustement quotidien du volume global des encaisses que les banques à charte et les autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP) tiennent dans leurs comptes de dépôt à la Banque du Canada. La Banque règle chaque jour l'offre d'encaisses en vue d'amener les taux d'intérêt à un jour – c'est-à-dire les taux auxquels les banques rémunèrent les dépôts à un jour et les taux auxquels empruntent au jour le jour les courtiers en valeurs mobilières pour financer leurs stocks de titres du marché monétaire – à évoluer dans une fourchette appropriée. Selon que l'offre d'encaisses est supérieure ou inférieure au niveau désiré par les banques et les autres institutions financières, le loyer de l'argent à un jour s'inscrira généralement en baisse ou en hausse. Le Tableau 2 qui est reproduit en annexe montre le montant minimal de dépôts que les banques doivent tenir à la Banque du Canada en guise de réserves-encaisse et le niveau moyen effectif de ces dépôts pour chaque période de calcul des moyennes en 1990. Ce tableau donne également le montant des soldes de règlement des autres adhérents de l'ACP.

Les opérations entre la Banque et les participants du marché monétaire peuvent aussi influencer l'évolution des taux à un jour. La prise en pension d'effets est la plus courante de ces opérations. Entreprise à l'initiative de certains courtiers en valeurs mobilières désignés, elle consiste dans l'achat, par la Banque, de bons du Trésor ou d'obligations à court terme du gouvernement que ces courtiers conviennent de racheter ensuite, généralement le lendemain, à un prix fixé au préalable. Les courtiers désignés (qui sont des agents agréés du marché monétaire) sont habilités à conclure des prises en pension, rémunérées au taux d'escompte, jusqu'à concurrence de montants établis à l'avance. Ceux-ci n'étant pas considérables au regard des besoins de financement quotidiens des courtiers, les pensions peuvent être considérées comme une source de financement de dernier recours qui est utilisée lorsque les sources habituelles sont trop onéreuses. La Banque peut aussi intervenir directement pour réduire le coût du financement à un jour en prenant l'initiative d'opérations de pension dont elle fixe elle-même le montant et le taux de rémunération. Ces opérations sont appelées prises en pension spéciales, et leur montant dépasse souvent la limite établie pour les prises en pension ordinaires. Les courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire et certaines banques à charte désignées (qui ont aussi le statut d'agent agréé du marché monétaire) sont habilités à conclure des prises en pension spéciales avec la Banque. Celle-ci a aussi recours à une autre technique, la cession en pension, pour agir sur le taux du financement à un jour. Cette opération est l'inverse de la prise en pension spéciale, en ce sens qu'elle permet à la Banque de contrer les pressions inopportunes à la baisse qui peuvent s'exercer sur les taux à un jour. Dans ce cas-ci, la Banque offre à des banques à charte de leur vendre des titres du gouvernement canadien à un taux arrêté par elle, en s'engageant à les racheter le lendemain.

Ces interventions destinées à influencer le coût du financement à un jour ont des répercussions sur toute la structure des taux d'intérêt à court terme. La Banque peut toutefois agir de façon plus directe sur ces taux en effectuant sur le marché monétaire des achats ou des ventes de bons du Trésor assortis habituellement d'une échéance de trois mois environ. Le rendement des bons du Trésor à trois mois revêt une importance particulière parce qu'il sert à déterminer chaque semaine le taux officiel d'escompte.

En 1990, la Banque a fréquemment mis à contribution chacune de ces techniques. Durant tout le printemps, les opérations quotidiennes de gestion des encaisses se sont soldées par des pressions à la hausse sur les taux du marché monétaire, hausse qui a été renforcée par des ventes nettes de bons du Trésor et des cessions en pension. Depuis, les opérations de la Banque du Canada sur le marché monétaire ont visé à encourager un repli ordonné des taux d'intérêt à court terme. Des attentes d'une baisse trop rapide des taux se sont à l'occasion formées sur le marché, et la Banque est intervenue vigoureusement pour ralentir le mouvement. Pendant le deuxième semestre, le taux du financement à un jour a presque toujours été maintenu bien au-dessus du taux des bons du Trésor à trois mois, et la Banque a souvent vendu de ces titres sur le marché. Les coûts élevés du financement à un jour ont incité les courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire à conclure de nombreuses prises en pension. Le taux du financement à un jour a parfois atteint des niveaux plus élevés que ceux visés par la Banque et celle-ci a eu recours à des prises en pension spéciales pour modérer la hausse.

Sur l'ensemble de l'année, les ventes nettes de bons du Trésor aux courtiers en valeurs mobilières et aux banques ont totalisé 12 milliards de dollars environ (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Les agents agréés du marché monétaire ont eu recours aux prises en pension ordinaires à 140 reprises et ont eu accès à des prises en pension spéciales à 48 occasions; 22 cessions en pension ont été offertes et 15 ont trouvé preneur (voir le Tableau 4 présenté en annexe).

La Banque effectue aussi des opérations sur titres qui ne sont pas dictées par des objectifs liés à l'évolution des taux d'intérêt. Elle procède à des ventes ou à des achats de titres du gouvernement canadien, des bons du Trésor principalement, pour des raisons relatives à son bilan ou pour le compte de ses clients (banques centrales, agences du gouvernement canadien et organismes internationaux). En 1990, le montant net des achats de bons du Trésor que la Banque a effectués lors d'adjudications s'est élevé à 20,5 milliards de dollars environ. Toutefois, elle a vendu plus de 8,5 milliards de dollars de ces titres aux agences du gouvernement canadien et à d'autres clients. Compte tenu du montant des titres vendus sur le marché aux courtiers en valeurs mobilières et aux banques, le portefeuille de bons du Trésor de la Banque s'est contracté de 550 millions de dollars au cours de l'année (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Les opérations de la Banque sur le marché obligataire ont été extrêmement réduites, le montant des achats de nouvelles obligations ayant été généralement inférieur à celui des titres venant à échéance. Les opérations menées sur ce marché pour le compte de clients ou avec des courtiers en valeurs mobilières et des banques ont elles aussi été plutôt rares.

Les avances que la Banque octroie aux adhérents de l'ACP constituent un autre type d'opération sur le marché monétaire qui influence son bilan. Il arrive que les comptes que les adhérents tiennent à la Banque du Canada affichent des manques. Lorsque cela se produit, celle-ci accorde un prêt à un jour à l'institution concernée. Le Tableau 4 présenté en annexe donne les moyennes de l'encours de ces avances en 1990. Les chiffres comprennent la part non remboursée des avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, soit 29,6 millions de dollars.

# La gestion de la dette publique et du Trésor

En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada conseille celui-ci et lui fournit des services administratifs en matière de gestion de la dette publique et du Trésor. En 1990, l'encours de la dette intérieure de l'État s'est accru de 22,4 milliards de dollars, comme le montre le Tableau 1 ci-dessous. Contrairement à ce qui a été observé au cours des deux années précédentes, le gouvernement fédéral a eu beaucoup moins recours en 1990 à l'émission de bons du Trésor comme moyen de financement, et les émissions d'obligations négociables ont augmenté de façon marquée. Pour la deuxième année de suite, l'encours des obligations d'épargne du Canada a fortement baissé.

Au cours de l'année, 28 nouvelles émissions d'obligations négociables ont été lancées sur le marché intérieur (voir le Tableau 5 reproduit en annexe). Environ 66 % de la valeur nominale des nouvelles émissions ont été placés par voie d'adjudication, et le reste a été vendu à prix fixe par l'entremise d'un consortium financier de courtiers en valeurs mobilières et de banques. Les échéances des nouvelles obligations étaient réparties assez également entre le court, le moyen et le long terme, et la première émission assortie d'une échéance de 30 ans a été lancée. L'échéance moyenne des nouvelles émissions s'établissait à 9 ans et 10 mois, contre 9 ans et 2 mois en 1989, et l'échéance moyenne des obligations en circulation s'est un peu allongée, passant de 7 ans et 8 mois à 7 ans et 10 mois. L'échéance moyenne de la portion de la dette intérieure constituée de titres négociables (obligations et bons du Trésor), qui était de 4 ans en 1989, s'est légèrement accrue pour s'établir à 4 ans et un mois. Comme l'indique le Tableau 2,

**Tableau 1**

**Variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement canadien entre 1986 et 1990**

**Milliards de dollars (valeur nominale)**

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---|---|---|---|---|---|
| Bons du Trésor | +10,3 | +4,5 | +20,9 | +25,5 | +14,9 |
| Obligations négociables | +11,3 | +11,2 | +11,0 | +9,9 | +15,6 |
| Obligations d'épargne du Canada | −4,3 | +8,6 | −0,5 | −10,8 | −8,1 |
| Total | +17,3 | +24,3 | +31,4 | +24,6 | +22,4 |

**Tableau 2**

**Répartition de la dette**

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---|---|---|---|---|---|
| Bons du Trésor | 33,9 % | 32,3 % | 36,4 % | 42,2 % | 43,9 % |
| Obligations négociables | 44,1 % | 44,3 % | 43,2 % | 42,9 % | 44,9 % |
| Obligations d'épargne du Canada | 22,0 % | 23,4 % | 20,4 % | 14,9 % | 11,2 % |
| Total | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % |

la proportion de l'encours de la dette intérieure représentée par des obligations négociables a augmenté pour s'établir à 44,9 %.

Pour la deuxième année consécutive, l'encours des obligations d'épargne du Canada a accusé une forte baisse; de 42,5 milliards de dollars qu'il était, il est tombé à 34,4 milliards en fin d'année. En 1987, il avait atteint un sommet de près de 54 milliards de dollars. Comme en 1989, cette chute tient principalement à l'ampleur des remboursements nets effectués au cours du premier semestre et aux ventes relativement faibles réalisées durant la campagne de vente de l'automne. Entre octobre 1989, date à laquelle a été annoncé le taux d'intérêt de 10½ % dont était assortie la nouvelle émission, et mai 1990, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté d'environ 150 points de base. Entre la fin novembre et les premiers jours de mai, environ 6 milliards de dollars d'obligations ont été présentés au remboursement. Le 15 mai, le ministre des Finances annonçait, pour la période de cinq mois commençant le 1er juin, le relèvement d'un point de pourcentage du taux des obligations d'épargne du Canada, qui passait ainsi à 11½ %. À l'automne, les taux d'intérêt à court terme avaient accusé une forte baisse par rapport au sommet atteint fin mai, et le taux d'intérêt de l'émission d'obligations d'épargne du Canada de 1990, rendu public le 12 octobre, a été établi à 10¾ % pour la première année. Le produit brut des ventes s'est chiffré à 6,7 milliards de dollars, contre 9,3 milliards l'année précédente, et a été le plus faible enregistré depuis la campagne de 1980.

Le programme d'émission de bons du Trésor a procuré au gouvernement en 1990 environ 10,6 milliards de dollars d'argent frais de moins que l'année précédente. Deux facteurs principaux expliquent cette baisse. D'une part, l'émission de bons du Trésor sert habituellement à financer l'achat de devises et à faire face à un niveau exceptionnellement élevé de remboursements d'obligations d'épargne du Canada; or, les besoins de financement du gouvernement à ces égards ont été plus modestes qu'en 1989. D'autre part, le gouvernement s'est appliqué à augmenter la proportion de sa dette sous forme d'obligations négociables de façon à réduire quelque peu les variations, d'une année à l'autre, des frais liés au service de sa dette. Comme l'indique le Tableau 2, la proportion de la dette sous forme d'obligations négociables a augmenté de deux points de pourcentage. Les bons du Trésor et les obligations d'épargne du Canada étant assortis de taux d'intérêt qui varient à court terme, la proportion de la dette sous ces deux formes a baissé de deux points de pourcentage.

Le montant recueilli au cours de l'année au moyen du programme d'émission de bons du Trésor a beaucoup fluctué, reflétant les variations mensuelles des besoins de financement. En janvier et en février, les besoins étant relativement peu élevés, l'encours des bons du Trésor a baissé. En août par contre, les achats de devises ont fortement accentué les besoins de financement, et le programme d'émission de bons du Trésor a permis de recueillir près de 6 milliards de dollars en chiffres nets. La capacité qu'a le gouvernement de varier la taille des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor lui a en outre permis de maintenir le solde de ses dépôts – lesquels coûtent généralement plus cher qu'ils ne rapportent – au niveau minimum nécessaire pour répondre à ses besoins changeants. De plus, le gouvernement a émis davantage de bons du Trésor assortis d'échéances très courtes – la plus courte étant de 35 jours – pour combler les manques temporaires de sa trésorerie ou pour réduire la taille des adjudications hebdomadaires régulières. En tout, 22 émissions de ces bons de gestion de trésorerie ont été lancées en 1990 et ont permis de recueillir 24,0 milliards de dollars, contre 22,5 milliards en 1989 et 13,8 milliards en 1988.

Dans le but d'assurer une gestion efficace de sa trésorerie, le gouvernement procède aussi à des adjudications de ses dépôts à terme. Dans le cadre de ce programme institué en 1986, il adjuge aux soumissionnaires admissibles, c'est-à-dire les adhérents de l'Association canadienne des paiements, la portion excédentaire de ses liquidités quotidiennes, et ce, pour des échéances précises. En 1990, il s'est tenu en général quatre ou cinq adjudications par semaine; les montants adjugés se sont situés entre 200 millions et 2 000 millions de dollars, et les échéances des titres ont varié entre 1 et 11 jours.

La mise aux enchères du solde quotidien des dépôts à vue du gouvernement, instaurée en 1989, a fortement modifié en 1990 la répartition du solde de ces dépôts entre les adhérents. En vertu de ce mécanisme, les adhérents présentent leurs soumissions, sous forme d'un écart négatif par rapport au taux de base des prêts bancaires, pour le pourcentage du solde quotidien des dépôts à vue qu'ils désirent obtenir chaque jour de la période de calcul des moyennes des réserves postérieure à l'adjudication. Le pourcentage obtenu par les adhérents parabancaires a diminué de façon constante pendant l'année, pour atteindre fin 1990 des niveaux assez bas.

Les accords de swap conclus au cours de l'année, dans le cadre du programme des swaps de taux d'intérêt sur le marché intérieur instauré en 1988 par le gouvernement canadien, ont porté sur 1 975 millions de dollars. Ces opérations étaient assorties d'échéances allant de 2 ans à 5½ ans environ. En vertu de ce programme, le gouvernement reçoit des autres parties contractantes des paiements d'intérêts à taux fixe qui contrebalanceront les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts qui varient en fonction du taux des acceptations bancaires à trois mois. Si l'écart moyen entre le taux des acceptations bancaires à trois mois et celui des bons du Trésor à trois mois se maintient au niveau généralement observé au cours de la dernière année, soit environ 13 points de base, le taux variable applicable aux intérêts que le gouvernement devra effectivement payer en vertu des swaps conclus se situera à environ 89 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à trois mois. Le montant total de l'encours de ces swaps était de 4 975 millions de dollars à la fin de l'année.

Le gouvernement a de plus conclu en 1990 une série de swaps de taux d'intérêt sur sa dette en devises, dans le but de mieux équilibrer le coût de ses engagements en monnaies étrangères et le rendement des actifs en devises correspondants qu'il tient dans le compte du Fonds des changes. En gros, il a échangé le taux fixe dont étaient assortis certains engagements contre un taux variable. Ainsi, le service de cette dette en devises évoluera en liaison plus étroite avec le rendement des actifs du Fonds des changes généralement assortis d'échéances courtes. En tout, le gouvernement a conclu avec un groupe de banques canadiennes et étrangères des swaps dans le cadre desquels des engagements à taux fixe totalisant 675 millions de dollars É.-U. et 60 milliards de yens ont été échangés contre des engagements à taux variable (établi en fonction du LIBOR appliqué au dollar É.-U. et au yen).

En avril 1990, le gouvernement canadien a vendu au gouvernement mexicain une émission obligataire spéciale de 8,4 millions de dollars. Cette émission, assortie d'un taux d'intérêt composé de 10,186 %, aura, à son échéance le 31 décembre 2019, une valeur de rachat de 162,5 millions de dollars. Le Mexique a utilisé cette émission pour garantir une partie de sa dette rééchelonnée auprès de banques internationales.

Comme l'indique la section suivante du présent rapport, le niveau des réserves de change est resté élevé en 1990, ce qui a permis au gouvernement de réduire sa dette en devises de 794 millions de dollars É.-U. Aucune nouvelle émission d'obligations en devises n'a été lancée. Des émissions d'obligations du gouvernement canadien d'un montant équivalant à 649 millions de dollars É.-U. ont été remboursées à l'échéance. Il s'agit entre autres d'émissions libellées en dollars É.-U. et en francs suisses et d'une petite émission de Canadair Limitée garantie par le gouvernement. De plus, des émissions du gouvernement canadien libellées en devises, représentant 145 millions de dollars É.-U., rachetées sur le marché en 1989 et au début de 1990 dans le cadre d'un programme d'achat sur le marché secondaire, ont été annulées au commencement de 1990.

Compte tenu du niveau élevé des réserves de change, le programme d'émission de bons du Canada n'a pas été utilisé dans le but essentiel d'obtenir de l'argent frais en 1990. Les bons du Canada sont des billets à court terme en dollars É.-U. qui sont émis sur le marché monétaire américain afin de donner au Canada accès à une source relativement peu onéreuse de dollars américains. Quoiqu'il n'ait pas été nécessaire d'utiliser cette source de financement en 1990 pour mener des opérations de change, l'encours des

bons a été maintenu à un niveau qui permet d'en préserver l'accès pour l'avenir. Les soldes de fin de mois se sont établis entre un sommet de 1 236 millions de dollars É.-U. en mars et un creux de 735 millions en septembre.

Les lignes de crédit renouvelables en dollars É.-U., qui permettent au gouvernement canadien d'accéder rapidement au marché américain du crédit bancaire à court terme, n'ont pas été utilisées depuis 1986. À la fin de 1989, le plafond de la ligne de crédit auprès des banques canadiennes a été abaissé à 1 milliard de dollars É.-U., et celui de la ligne dont dispose le gouvernement auprès des autres banques, à 2 milliards de dollars É.-U. La renégociation, au début de 1990, des modalités des deux lignes de crédit s'est soldée par l'abaissement des commissions d'engagement et le report des échéances à 1995.

# Les opérations de change

À la fin de 1990, le cours du dollar canadien s'établissait à peu près au niveau où il se trouvait à la clôture des opérations en 1989. Il s'était déprécié de 0,13 % par rapport au dollar É.-U., pour se situer à 0,8621 $ É.-U., tandis que, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, il avait diminué de 2,03 % par rapport aux monnaies des pays du groupe des Dix, par suite d'une dépréciation de 10,5 % vis-à-vis des grandes monnaies d'outremer. Bien que le cours de notre monnaie par rapport à la devise américaine ait peu varié en termes nets sur l'ensemble de l'année, il a fluctué considérablement entre un creux de 0,8275 $ É.-U., touché en février, et un sommet de 0,8859 $ É.-U., atteint en août.

Après s'être raffermi progressivement durant le second semestre de 1989, le dollar canadien a connu une baisse importante au début de 1990, car les marchés s'attendaient à un rétrécissement sensible des écarts entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et ceux en vigueur aux États-Unis et dans d'autres pays étrangers. Au cours des six mois qui ont suivi, le dollar s'est apprécié de façon régulière, sauf pendant un moment en mai, où l'incertitude concernant l'issue des discussions relatives à l'Accord du lac Meech a donné lieu à un repli. Les tensions provoquées par l'invasion du Koweit par l'Iraq et la flambée du prix du pétrole qui en a résulté ont propulsé le dollar à un sommet inégalé en 12 ans, qui a été atteint le 23 août; cependant, le dollar n'a pu se maintenir à ce niveau, car les taux d'intérêt ont continué de décroître au pays durant le troisième trimestre de sorte que l'écart entre les taux canadiens et américains s'est rétréci. Durant le dernier trimestre de l'année, le dollar a oscillé à l'intérieur de limites relativement étroites. Les baisses des taux d'intérêt survenues au Canada ont été à peu près contrebalancées par des baisses d'ampleur similaire aux États-Unis, tandis que la persistance des tensions dans le Golfe, les emprunts contractés à l'étranger par les Canadiens et les émissions de titres étrangers libellés en monnaie canadienne ont entraîné une forte demande de dollars canadiens à l'étranger.

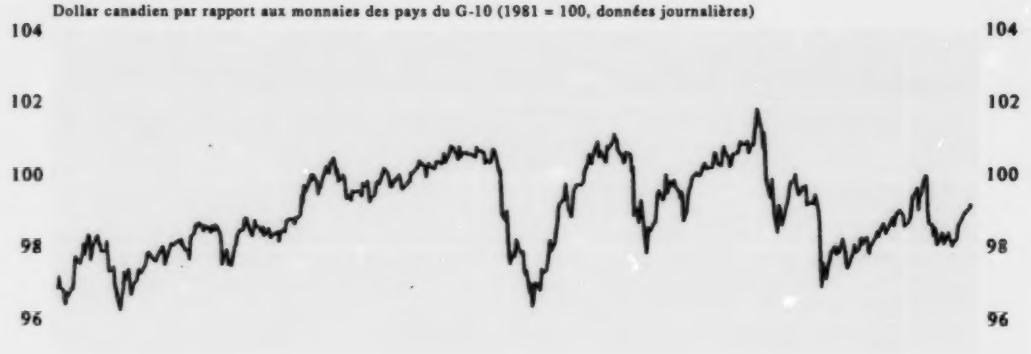
La Banque du Canada, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, effectue des opérations sur le marché des changes dans le but de favoriser un comportement ordonné du dollar canadien. Ces opérations, qui consistent généralement en des achats ou des ventes de dollars É.-U., se répercutent directement sur les avoirs en dollars É.-U. du Fonds des changes. Toutefois, il arrive à l'occasion que les interventions de la Banque portent sur d'autres monnaies, notamment le yen et le mark allemand. Ces interventions peuvent être menées en dollars canadiens lorsque les conditions du marché ne sont pas favorables aux opérations sur dollars É.-U., ou bien en dollars É.-U. lorsque les interventions sont faites de concert avec les banques centrales d'autres pays du groupe des Sept.

Les réserves officielles de change du Canada se sont accrues au total d'un montant équivalant à 1 785 millions de dollars É.-U. pour s'établir, en dollars É.-U., à 18 581 millions à la fin de 1990. La part de ces réserves constituée de dollars É.-U. a diminué de 13 millions, tombant ainsi à 1 476 millions; elle a cependant oscillé entre un creux de 7 464 millions à la fin de mai et un sommet de 11 602 millions à la fin d'août, reflétant le profil d'évolution du taux de change pendant l'année.

En revanche, les réserves d'autres monnaies ont augmenté d'un montant équivalant à 1 665 millions de dollars É.-U., en raison surtout d'interventions contre le dollar canadien menées en devises autres que le dollar américain. Le produit net des ventes d'or, les revenus sous forme d'intérêts, la réévaluation des réserves de devises autres que le dollar É.-U. et la progres-

## Taux de change

Dollar canadien par rapport aux monnaies des pays du G-10 (1981 = 100, données journalières)

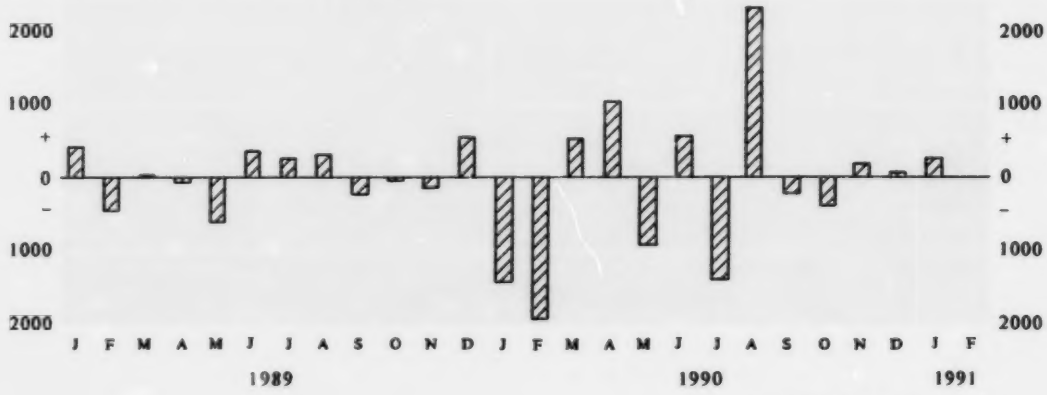



Dollar canadien en dollar É.-U. (cours de clôture du comptant, données journalières)

Les données vont jusqu'au 22 février 1991

## Variations nettes des réserves officielles

Millions de dollars É.-U., données mensuelles




Les données vont jusqu'en janvier 1991

sion nette de l'encours des bons du Canada ont aussi provoqué un accroissement des réserves, qui a cependant été en partie neutralisé par le rachat de titres de dette du gouvernement canadien libellés en monnaies étrangères.

Au début de 1991, le cours du dollar canadien est resté relativement stable, se maintenant aux environs de 0,8650 $ É.-U. Il s'est toutefois apprécié brièvement pour coter 0,8724 $ É.-U. à la veille du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. Au cours de février, notre monnaie s'est raffermie par suite d'une nouvelle augmentation des emprunts en dollars canadiens souscrits outre-mer et de la conversion en dollars canadiens d'emprunts en devises contractés par des résidents. Dans ce contexte, les réserves officielles de change du Canada ont peu varié en janvier 1991 et se sont accrues de 294 millions de dollars É.-U. pour s'établir à 18 875 millions de dollars É.-U.

# L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires

La Banque du Canada est chargée de l'émission des billets de banque et de l'administration de la dette intérieure du gouvernement canadien. Les trois quarts environ des dépenses totales de la Banque, énumérées dans l'État des revenus et dépenses reproduit à la fin du présent rapport, découlent de ces responsabilités et sont liées au traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données, et à l'achat de billets de banque neufs auprès de deux sociétés d'impression de billets et de titres. Ces fonctions occupent directement à peu près la moitié du personnel de la Banque.

La Banque fournit aussi des services bancaires au gouvernement et gère les comptes de dépôt que les membres de l'Association canadienne des paiements, les banques centrales et les organismes financiers internationaux tiennent auprès d'elle. La Banque a également la garde des soldes non réclamés, c'est-à-dire les comptes qui ont été transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans dans les banques à charte.

## L'émission des billets de banque

La Banque met des billets en circulation pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation. En plus d'émettre des billets neufs, la Banque remet en circulation les billets usagés en bon état qui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire. À la fin de 1990, l'encours des billets se chiffrait à 23 milliards de dollars, soit plus de 90 % de l'ensemble des engagements de la Banque, comme le montre l'État de l'actif et du passif.

En 1990, pour la deuxième année consécutive, le volume de billets traités par la Banque n'a guère varié. Le nombre de billets livrés aux institutions financières a repris sa progression; celle-ci avait été interrompue en 1989, la Banque ayant cessé d'émettre des billets d'un dollar vers le milieu de l'année. Par contre, la quantité de billets usagés que les institutions financières ont retournés à la Banque a baissé en 1990, en raison de la diminution du nombre de billets d'un dollar envoyés pour destruction.

La Banque a mis en circulation le 3 décembre 1990 un nouveau billet de 100 dollars, soit la cinquième coupure de sa plus récente série. À la fin de l'année, la Banque avait émis environ 1,7 million de ces billets de 100 dollars. Comme le billet de 50 dollars mis en circulation en 1989, le nouveau billet de 100 dollars est muni d'une vignette de sûreté qui vise à décourager la contrefaçon. La vignette de sûreté, petit carré de pellicule réfléchissante ultramince appliqué au recto du billet et ayant la propriété de passer du doré au vert selon l'angle d'inclinaison, est propre aux billets de banque canadiens.

Depuis le début de 1990, les aveugles peuvent se procurer un appareil électronique portatif, qui peut « dire » la coupure des billets de la nouvelle série. À la fin de l'année, quelque 1 800 de ces appareils avaient été prêtés, sans frais et à titre permanent, par l'Institut national canadien pour les aveugles.

Le 5 décembre 1990, la Banque a commencé à vendre à ses guichets des feuilles non coupées de 40 billets de deux dollars, au prix de 90 dollars la feuille, taxes en sus. Les feuilles de billets peuvent également être commandées par correspondance et livrées au Canada au moyen du Service paquets d'argent, moyennant un supplément de 8,25 dollars la feuille. À la fin de 1990, près de 4 800 feuilles avaient été vendues.

## Le service de la dette

Le volume de travail lié à l'administration de la dette publique a nettement baissé en 1990. Cela tient en grande partie à une nouvelle diminution de la charge de travail relative au trai-

tement des obligations d'épargne du Canada, laquelle est attribuable au fléchissement des ventes de ces titres ainsi qu'à la réduction du nombre de remboursements effectués en 1990 par rapport au chiffre record atteint l'année précédente. Environ 80 % des opérations de traitement effectuées portent sur des obligations d'épargne du Canada.

Le volume de travail lié aux obligations négociables du gouvernement canadien a nettement baissé en 1990, principalement parce que ces titres sont désormais traités dans les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS). Cela a entraîné une réduction du nombre de certificats traités dans le cadre des transferts et échanges de titres en circulation et un regroupement des paiements d'intérêts.

## Les soldes non réclamés

En 1990, comme en 1989, la Banque a donné suite à environ 10 300 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés. Le nombre de ces demandes a plus que triplé depuis 1983, année où la Banque a placé dans chacune de ses agences des exemplaires des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle, registres que le public peut consulter gratuitement. La Banque a effectué des paiements concernant 3 075 comptes et totalisant 1,6 million de dollars, ce qui représente une hausse de 20 % par rapport à l'année précédente. À la fin de 1990, le montant des soldes non réclamés gardés à la Banque s'élevait à 111,5 millions de dollars; ce montant figure au poste « Autres dépôts » de l'État de l'actif et du passif.

## TABLEAUX EN ANNEXE

# Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

## Variations mensuelles (en millions de dollars)[1]

| | Actif | | | | Passif | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Titres du gouvernement canadien (valeur comptable) | Avoirs nets en monnaies étrangères | Avances aux membres de l'ACP | Autres éléments de l'actif (montant net) | Billets en circulation | Passif-dépôts en dollars canadiens | | | |
| | | | | | | Banques à charte | Autres membres de l'ACP | Gouvernement canadien | Autres |
| **1990** | | | | | | | | | |
| **Janvier** | +424 | −2 375 | +243 | −198 | −2 470 | +567 | −47 | −10 | +53 |
| **Février** | +140 | +4 | −450 | −211 | +6 | −573 | +2 | +4 | +44 |
| **Mars** | +197 | +318 | +50 | −196 | −224 | +456 | −22 | −3 | +161 |
| **Avril** | +209 | −573 | +210 | +179 | +431 | −163 | −13 | +5 | −236 |
| **Mai** | −121 | +565 | +82 | −6 | +424 | +29 | +12 | −6 | +62 |
| **Juin** | −198 | +827 | −171 | −5 | +732 | −212 | −59 | +2 | −10 |
| **Juillet** | +220 | −252 | +364 | +25 | −46 | +367 | −12 | +4 | +45 |
| **Août** | +593 | −1 041 | −336 | +15 | +32 | −857 | +63 | −3 | −3 |
| **Septembre** | +850 | −243 | −71 | −13 | −472 | +189 | −54 | +809 | +49 |
| **Octobre** | −931 | +222 | −90 | +19 | +112 | +149 | −56 | −810 | −175 |
| **Novembre** | −1 972 | +1 685 | +144 | +106 | +163 | −380 | +61 | +2 | +118 |
| **Décembre** | −238 | +1 957 | +185 | +309 | +2 189 | +100 | +29 | −4 | −101 |
| **Variation pour l'année** | −827 | +1 094 | +160 | +24 | +877 | −328 | −96 | −10 | +8 |
| **1991** | | | | | | | | | |
| **Janvier** | +28 | −1 359 | −141 | −172 | −2 542 | +882 | −57 | +6 | +67 |

1. Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

Tableau 2

## Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

### En millions de dollars, sauf indication contraire

| | | Réserves-encaisse des banques à charte | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Montant minimum requis – Total | Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie | Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada | Moyenne des dépôts à la Banque du Canada |
| 1990 | | | | | |
| Janvier | 1–15 | 5 451 | 3 752 | 1 699 | 1 753 |
| | 16–31 | | | | 1 732 |
| Février | 1–15 | 5 611 | 4 462 | 1 149 | 1 214 |
| | 16–28 | | | | 1 422 |
| Mars | 1–15 | 5 390 | 3 603 | 1 787 | 1 804 |
| | 16–31 | | | | 1 955 |
| Avril | 1–15 | 5 295 | 3 557 | 1 738 | 1 825 |
| | 16–30 | | | | 1 849 |
| Mai | 1–15 | 5 213 | 3 574 | 1 639 | 1 658 |
| | 16–31 | | | | 1 664 |
| Juin | 1–15 | 5 380 | 3 679 | 1 701 | 1 733 |
| | 16–30 | | | | 1 788 |
| Juillet | 1–15 | 5 330 | 3 851 | 1 479 | 1 541 |
| | 16–31 | | | | 1 520 |
| Août | 1–15 | 5 350 | 3 959 | 1 391 | 1 436 |
| | 16–31 | | | | 1 435 |
| Septembre | 1–15 | 5 302 | 4 006 | 1 296 | 1 349 |
| | 16–30 | | | | 1 421 |
| Octobre | 1–15 | 5 345 | 4 066 | 1 279 | 1 383 |
| | 16–31 | | | | 1 411 |
| Novembre | 1–15 | 5 340 | 4 032 | 1 308 | 1 338 |
| | 16–30 | | | | 1 366 |
| Décembre | 1–15 | 5 391 | 3 952 | 1 439 | 1 542 |
| | 16–31 | | | | 1 490 |
| 1991 | | | | | |
| Janvier | 1–15 | 5 356 | 4 103 | 1 254 | 1 331 |
| | 16–31 | | | | 1 274 |
| Février | 1–15 | 5 546 | 4 695 | 851 | 943 |

| Somme des pondérations des jours de réserve de la période | Montant cumulé des excédents pour la période | Coefficient moyen des réserves excédentaires | Soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements | |
|---|---|---|---|---|
| | | | Moyenne des dépôts à la Banque du Canada | Nombre de jours ouvrables durant le mois |
| 14 | 757 | 0,039 | 93 | 22 |
| 16 | 529 | 0,024 | | |
| 15 | 981 | 0,047 | 101 | 20 |
| 13 | 3 549 | 0,195 | | |
| 15 | 254 | 0,013 | 79 | 22 |
| 17 | 2 843 | 0,123 | | |
| 14 | 1 218 | 0,065 | 89 | 20 |
| 15 | 1 667 | 0,083 | | |
| 15 | 292 | 0,015 | 95 | 22 |
| 16 | 409 | 0,019 | | |
| 17 | 546 | 0,024 | 88 | 21 |
| 15 | 1 311 | 0,065 | | |
| 13 | 811 | 0,046 | 83 | 21 |
| 16 | 667 | 0,031 | | |
| 15 | 677 | 0,033 | 72 | 23 |
| 19 | 834 | 0,032 | | |
| 13 | 698 | 0,040 | 64 | 19 |
| 14 | 1 758 | 0,093 | | |
| 15 | 1 561 | 0,076 | 82 | 22 |
| 16 | 2 123 | 0,097 | | |
| 15 | 457 | 0,022 | 76 | 21 |
| 17 | 986 | 0,043 | | |
| 14 | 1 443 | 0,075 | 86 | 19 |
| 16 | 814 | 0,037 | | |
| 14 | 1 088 | 0,056 | 67 | 22 |
| 16 | 334 | 0,015 | | |
| 17 | 1 555 | 0,064 | | |

# Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien

## D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

| | Opérations nettes[1] avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Opérations ordinaires | | Opérations de pension | | |
| | Bons du Trésor | Obligations | Prises en pension ordinaires | Prises en pension spéciales | Cessions en pension |
| **1990** | | | | | |
| **Janvier** | −1 070,0 | – | +368,0 | – | – |
| **Février** | −1 180,0 | – | −154,6 | +70,0 | – |
| **Mars** | −920,0 | – | −213,4 | +20,0 | – |
| **Avril** | −630,0 | – | – | −90,0 | – |
| **Mai** | – | – | – | – | – |
| **Juin** | −365,0 | – | +174,1 | – | – |
| **Juillet** | −880,0 | – | +240,9 | – | – |
| **Août** | −1 655,0 | – | −205,0 | – | – |
| **Septembre** | −810,0 | – | −21,2 | +830,0 | – |
| **Octobre** | – | – | −173,8 | −525,0 | −285,0 |
| **Novembre** | −2 340,0 | – | −15,0 | −305,0 | +285,0 |
| **Décembre** | −2 067,0 | – | – | – | −610,0 |
| **Total** | −11 917,0 | – | – | – | −610,0 |
| **1991** | | | | | |
| **Janvier** | −4 217,0 | – | +475,0 | – | +610,0 |

1. Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions, et le signe (−) le contraire.
2. Y compris les prises en pension ordinaires, les prises en pension spéciales et les cessions en pension

| Opérations nettes avec le gouvernement ou d'autres clients | | | | Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement[1] | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance | | Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients | | Bons | Obligations | Total |
| Bons | Obligations | Bons | Obligations | | | |
| +2 002,1 | +10,0 | −896,0 | – | +404,1 | +10,0 | +414,1 |
| +1 977,2 | −136,7 | −415,8 | +0,3 | +296,8 | −136,4 | +160,4 |
| +1 849,6 | +41,0 | −554,1 | – | +182,1 | +41,0 | +223,1 |
| +1 333,7 | – | −431,8 | – | +181,9 | – | +181,9 |
| +683,0 | −243,1 | −584,0 | – | +99,0 | −243,1 | −144,1 |
| +867,0 | −26,5 | −797,2 | – | −121,1 | −26,5 | −147,6 |
| +1 482,7 | −31,4 | −580,1 | – | +263,5 | −31,4 | +232,1 |
| +3 429,7 | +24,8 | −967,7 | – | +602,0 | +24,8 | +626,8 |
| +1 247,3 | −46,1 | −329,4 | – | +916,7 | −46,1 | +870,6 |
| +708,8 | +82,6 | −827,5 | – | −1 102,5 | +82,6 | −1 019,9 |
| +1 780,3 | – | −1 394,8 | – | −1 989,5 | – | −1 989,5 |
| +3 176,1 | +62,1 | −782,4 | +1,1 | −283,3 | +63,2 | −220,1 |
| +20 537,5 | −263,3 | −8 560,8 | +1,4 | −550,3 | −261,9 | −812,2 |
| +3 721,2 | – | −564,5 | +0,5 | +24,7 | +0,5 | +25,2 |

# Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

## En millions de dollars, sauf indication contraire

| | | Avances aux banques à charte | | Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Nombre de jours | Encours moyen[1] | Nombre de jours | Encours moyen[2] |
| **1990** | | | | | |
| **Janvier** | **1–15** | 10 | 126,2 | 15 | 25,4 |
| | **16–31** | 12 | 128,6 | | |
| **Février** | **1–15** | 11 | 180,4 | 11 | 17,9 |
| | **16–28** | 9 | 104,3 | | |
| **Mars** | **1–15** | 11 | 74,0 | 13 | 16,7 |
| | **16–31** | 11 | 74,6 | | |
| **Avril** | **1–15** | 9 | 67,9 | 12 | 20,7 |
| | **16–30** | 11 | 65,7 | | |
| **Mai** | **1–15** | 11 | 85,8 | 16 | 22,0 |
| | **16–31** | 11 | 81,3 | | |
| **Juin** | **1–15** | 11 | 67,6 | 15 | 16,1 |
| | **16–30** | 10 | 60,0 | | |
| **Juillet** | **1–15** | 9 | 74,8 | 13 | 11,7 |
| | **16–31** | 12 | 92,3 | | |
| **Août** | **1–15** | 11 | 56,2 | 16 | 12,1 |
| | **16–31** | 12 | 70,5 | | |
| **Septembre** | **1–15** | 9 | 81,1 | 16 | 23,3 |
| | **16–30** | 10 | 61,0 | | |
| **Octobre** | **1–15** | 10 | 71,7 | 15 | 15,7 |
| | **16–31** | 12 | 62,7 | | |
| **Novembre** | **1–15** | 10 | 131,0 | 18 | 10,9 |
| | **16–30** | 11 | 64,3 | | |
| **Décembre** | **1–15** | 10 | 68,1 | 15 | 28,1 |
| | **16–31** | 9 | 107,2 | | |
| **1991** | | | | | |
| **Janvier** | **1–15** | 10 | 142,7 | 18 | 13,9 |
| | **16–31** | 12 | 79,6 | | |
| **Février** | **1–15** | 11 | 145,4 | | |

1. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul des moyennes
2. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables durant le mois

| Prises en pension | | | | Cessions en pension | |
|---|---|---|---|---|---|
| Prises en pension ordinaire | | Prises en pension spéciales | | | |
| Nombre de jours | Encours moyen[1] | Nombre de jours | Encours moyen[1] | Nombre de jours | Encours moyen[1] |
| 4 | 97,5 | 1 | 17,5 | – | – |
| 12 | 369,6 | 2 | 94,2 | – | – |
| 3 | 20,3 | 1 | 93,2 | 4 | 56,4 |
| 5 | 175,5 | 2 | 49,4 | – | – |
| – | – | 1 | 18,6 | 3 | 143,2 |
| 3 | 29,5 | 2 | 35,2 | 1 | 5,5 |
| 2 | 22,5 | 3 | 70,0 | – | – |
| 1 | 7,7 | 6 | 174,3 | – | – |
| 4 | 57,5 | 2 | 62,7 | – | – |
| 2 | 32,8 | 1 | 14,5 | 1 | 22,7 |
| 6 | 46,2 | – | – | – | – |
| 1 | 17,4 | – | – | 1 | 20,0 |
| 8 | 210,3 | 3 | 125,0 | – | – |
| 8 | 182,0 | 1 | 30,4 | 1 | 16,5 |
| 11 | 394,8 | – | – | – | – |
| 12 | 282,9 | – | – | – | – |
| 9 | 365,9 | – | – | – | – |
| 10 | 351,6 | 2 | 115,0 | – | – |
| 9 | 270,9 | 6 | 306,4 | – | – |
| 7 | 66,3 | 6 | 347,5 | 2 | 61,3 |
| 6 | 176,5 | 5 | 265,5 | – | – |
| 8 | 254,6 | 1 | 64,5 | – | – |
| 7 | 235,8 | 3 | 116,5 | – | – |
| 4 | 154,9 | – | – | 2 | 106,7 |
| 9 | 363,4 | – | – | – | – |
| 10 | 303,6 | 1 | 37,9 | – | – |
| 11 | 350,0 | 4 | 180,9 | – | – |

# Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

| Date en 1990 | Désignation des emprunts | Échéance | Rendement à l'échéance % | Valeur nominale, en millions de dollars | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Livraisons | Remboursements |
| **Titres libellés en dollars canadiens** | | | | | |
| 4 janv. | 9¾ % 1er octobre 1997 | 7 ans, 8 mois et 28 jours | 9,74 | 650 | |
| 25 janv. | 10¼ % 1er avril 1993 | 3 ans, 2 mois et 7 jours | 10,34 | 850 | |
| 1er févr. | 12 % 1er février 1990 | | | | 400 |
| | 13¾ % 1er février 1990 | | | | 593 |
| | 10¼ % 1er avril 1993 | 3 ans et 2 mois | 9,92 | 75 | |
| | 10 % 1er mars 1995 | 5 ans et 1 mois | 9,80 | 150 | |
| | 9¾ % 1er mai 2000 | 10 ans et 3 mois | 9,78 | 825 | |
| | 9½ % 1er juin 2010 | 20 ans et 4 mois | 9,64 | 450 | |
| | | | | 1 500 | |
| 15 févr. | 9¾ % 1er mai 2000 | 10 ans, 2 mois et 14 jours | 10,09 | 750 | |
| 26 févr. | 10 % 26 février 1990 | | | | 500 |
| | 10 % 1er mars 1995 | 5 ans et 3 jours | 10,50 | 800 | |
| 6 mars | 8¾ % 6 mars 1990 | | | | 550 |
| | 11½ % 6 mars 1992 | 2 ans | 11,70 | 1 000 | |
| 15 mars | 13¾ % 15 mars 1990 | | | | 839 |
| | 10¾ % 1er mai 1993 | 3 ans, 1 mois et 17 jours | 11,26 | 100 | |
| | 10½ % 1er juin 1995 | 5 ans, 2 mois et 17 jours | 10,88 | 400 | |
| | 10½ % 1er juillet 2000 | 10 ans, 3 mois et 17 jours | 10,51 | 550 | |
| | 10¼ % 15 mars 2014 | 24 ans | 10,32 | 450 | |
| | | | | 1 500 | |
| 23 mars | 10,186 % 31 décembre 2019 | 29 ans, 9 mois et 8 jours | 10,186 | 8[1] | |
| 29 mars | 10½ % 1er juillet 2000 | 10 ans, 3 mois et 3 jours | 10,93 | 800 | |
| 11 avril | 10½ % 1er juin 1995 | 5 ans, 1 mois et 20 jours | 11,23 | 850 | |
| 25 avril | 9½ % 15 juin 1994 | | | | 29[2] |
| | 10 % 1er octobre 1995 | | | | 13[2] |
| | 9¼ % 15 mai 1997 | | | | 24[2] |
| | 9 % 15 octobre 1999 | | | | 15[2] |
| | 9¾ % 15 décembre 2000 | | | | 3[2] |
| | 9½ % 1er octobre 2001 | | | | 33[2] |
| | 8¾ % 1er février 2002 | | | | 6[2] |
| | 9½ % 1er octobre 2003 | | | | 18[2] |
| 26 avril | 11¾ % 15 octobre 1993 | 3 ans, 5 mois et 19 jours | 12,54 | 900 | |
| 1er mai | 5¼ % 1er mai 1990 | | | | 225 |
| | 5¼ % 1er mai 1990 | | | | 125 |
| | 13 % 1er mai 1990 | | | | 1 784 |
| | 11¾ % 15 octobre 1993 | 3 ans, 5 mois et 14 jours | 12,53 | 150 | |
| | 11¾ % 1er mars 1995 | 4 ans et 10 mois | 12,34 | 450 | |
| | 11½ % 1er septembre 2000 | 10 ans et 4 mois | 11,66 | 400 | |
| | 11¼ % 1er juin 2015 | 25 ans et 1 mois | 11,43 | 500 | |
| | | | | 1 500 | |
| 3 mai | 9½ % 15 juin 1994 | | | | 7[2] |
| | 10 % 1er octobre 1995 | | | | 6[2] |

# Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

| Date en 1990 | Désignation des emprunts | Échéance | Rendement à l'échéance % | Valeur nominale, en millions de dollars | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Livraisons | Remboursements |
| **Titres libellés en dollars canadiens** | | | | | |
| 3 mai | 9¼ % 15 mai 1997 | | | | 6[2] |
| | 9 % 15 octobre 1999 | | | | 4[2] |
| | 9¾ % 15 décembre 2000 | | | | 3[2] |
| | 9½ % 1er octobre 2001 | | | | 8[2] |
| | 8¾ % 1er février 2002 | | | | 1[2] |
| | 9½ % 1er octobre 2003 | | | | 5[2] |
| 31 mai | 11¼ % 1er juin 2015 | 25 ans et 1 jour | 10,80 | 650 | |
| 1er juin | 11¾ % 1er juin 1990 | | | | 150 |
| 6 juin | 9¼ % 6 juin 1990 | | | | 550 |
| | 12¼ % 6 juin 1992 | 2 ans | 12,42 | 1 000 | |
| 21 juin | 10½ % 1er juillet 2000 | 10 ans et 10 jours | 10,79 | 850 | |
| 1er juill. | 8 % 1er juillet 1990 | | | | 600 |
| | 10¼ % 15 mars 2014 | 23 ans, 8 mois et 14 jours | 10,71 | 650 | |
| 26 juill. | 10¾ % 15 décembre 1995 | 5 ans, 4 mois et 20 jours | 11,25 | 850 | |
| 1er août | 7½ % 1er août 1990 | | | | 500 |
| | 9 % 1er août 1990 | | | | 1 025 |
| | 11¾ % 15 octobre 1993 | 3 ans, 2 mois et 14 jours | 11,30 | 50 | |
| | 10¾ % 15 décembre 1995 | 5 ans, 4 mois et 14 jours | 11,10 | 250 | |
| | 10½ % 1er juillet 2000 | 9 ans et 11 mois | 10,70 | 700 | |
| | 10¼ % 15 mars 2014 | 23 ans, 7 mois et 14 jours | 10,57 | 600 | |
| | | | | 1 600 | |
| 16 août | 10¾ % 15 mars 1998 | 7 ans, 6 mois et 30 jours | 10,76 | 700 | |
| 28 août | 10¾ % 15 décembre 1995 | 5 ans, 3 mois et 18 jours | 10,56 | 850 | |
| 1er sept. | 10¾ % 1er septembre 1990 | | | | 550 |
| 5 sept. | 10¼ % 5 septembre 1990 | | | | 650 |
| | 10¾ % 5 septembre 1992 | 2 ans | 10,87 | 1 200 | |
| 20 sept. | 10½ % 1er mars 2001 | 10 ans, 5 mois et 11 jours | 10,73 | 850 | |
| 1er oct. | 10½ % 1er octobre 1990 | | | | 1 100 |
| | 12½ % 1er octobre 1990 | | | | 23 |
| | 10¼ % 1er février 1994 | 3 ans et 4 mois | 10,51 | 75 | |
| | 10¼ % 1er mars 1996 | 5 ans et 5 mois | 10,73 | 225 | |
| | 10½ % 1er mars 2001 | 10 ans et 5 mois | 10,97 | 800 | |
| | 11¼ % 1er juin 2015 | 24 ans et 8 mois | 11,17 | 500 | |
| | | | | 1 600 | |
| 18 oct. | 10¼ % 1er février 1994 | 3 ans, 3 mois et 14 jours | 10,93 | 850 | |
| 1er nov. | 11½ % 1er septembre 2000 | 9 ans et 10 mois | 11,45 | 800 | |
| 15 nov. | 11¼ % 1er juin 2015 | 24 ans, 6 mois et 16 jours | 11,24 | 700 | |
| 5 déc. | 10¼ % 5 décembre 1990 | | | | 650 |
| | 10¼ % 5 décembre 1992 | 2 ans | 10,48 | 1 300 | |

(À suivre)

Tableau 5

# Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

| Date en 1990 | Désignation des emprunts | Échéance | Rendement à l'échéance % | Valeur nominale, en millions de dollars | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Livraisons | Remboursements[3] |
| **Titres libellés en dollars canadiens** | | | | | |
| 15 déc. | 10¼ % 15 décembre 1990 | | | | 575 |
| | 10¼ % 1er février 1994 | 3 ans, 1 mois et 17 jours | 10,39 | 50 | |
| | 10¼ % 1er mars 1996 | 5 ans, 2 mois et 17 jours | 10,38 | 75 | |
| | 10½ % 1er mars 2001 | 10 ans, 2 mois et 17 jours | 10,53 | 775 | |
| | 10½ % 15 mars 2021 | 30 ans et 3 mois | 10,59 | 700 | |
| | | | | 1 600 | |
| | Ensemble des obligations en dollars canadiens | | | 27 159 | 11 570 |
| | Ensemble des bons du Trésor | | | 319 000 | 304 150 |
| **Titres libellés en monnaies étrangères** | | | | | |
| 22 mars | 500 millions de dollars É.-U. billets à 11½ % échéance 22 mars 1990 | | | | 579 |
| 25 avril | 41 millions de dollars É.-U. obligations à 10⅛ % échéance 15 juillet 1995 | | | | 47[2] |
| 25 avril | 40 millions de dollars É.-U. obligations à 8¾ % échéance 1er avril 1998 | | | | 46[2] |
| 26 avril | 6 millions de dollars É.-U. billets à 8½ % échéance 26 avril 1990 | | | | 7[4] |
| 3 mai | 55 millions de dollars É.-U. obligations à 10⅛ % échéance 15 juillet 1995 | | | | 64[2] |
| 15 mai | 200 millions de FS billets à 5⅛ % échéance 15 mai 1990 | | | | 156 |
| 23 mai | 10 millions de dollars É.-U. obligations à 10⅛ % échéance 15 juillet 1995 | | | | 12[2] |
| | Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères | | | – | 911 |
| | Ensemble des bons du Canada | | | 7 616 | 7 263[5] |

1. Émission de 8,4 millions de dollars d'obligations à intérêt composé arrivant à échéance le 31 décembre 2019. L'intérêt, qui est capitalisé deux fois l'an, est calculé au taux de 10,186 %, pour une valeur totale de rachat de 162,5 millions de dollars à l'échéance.
2. Annulation d'obligations achetées sur le marché
3. Montant en monnaies étrangères converti en dollars canadiens au cours du midi à la date de remboursement
4. Obligations émises par Canadair Limitée le 26 avril 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 12 février 1986
5. Les bons du Canada sont des billets libellés en dollars É.-U. émis pour une échéance ne dépassant pas 270 jours.

# COMMUNIQUÉ

## Cibles de réduction de l'inflation

le 26 février 1991
OTTAWA

Le gouverneur de la Banque du Canada, M. John Crow, dans une annonce faite conjointement avec le ministre des Finances, a dévoilé aujourd'hui une série de cibles visant la réduction de l'inflation et la réalisation de la stabilité des prix au Canada.

Ces cibles ont été établies dans l'intention de donner une idée claire de l'orientation à la baisse qui sera imprimée au taux d'inflation à moyen terme. Les réductions prévues seront graduelles, mais constantes, jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Un certain nombre de politiques des pouvoirs publics autres que la politique monétaire peuvent jouer un rôle important dans cette entreprise. Toutefois, comme l'inflation ne peut persister pendant une longue période que si elle est tolérée par la politique monétaire, il importe que cette dernière garde résolument et constamment le cap sur l'objectif de la stabilité des prix.

Les cibles arrêtées pour l'évolution, d'une année à l'autre, de l'indice des prix à la consommation (IPC) sont les suivantes :

- 3 % à la fin de 1992;
- 2½ % au milieu de 1994;
- 2 % à la fin de 1995.
- Après 1995, l'objectif serait de continuer à faire baisser le taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Beaucoup de recherches ont déjà été effectuées au Canada pour déterminer ce qu'est, dans la pratique, la stabilité du niveau général des prix. Les résultats de ces recherches donnent à penser qu'il y a stabilité des prix lorsque le taux de croissance de l'IPC est nettement inférieur à 2 %. Une définition plus précise de la stabilité des prix n'est pas fournie pour le moment, au cas où, dans les années à venir, de nouveaux résultats d'analyses sur ce sujet seraient obtenus. Il reste également à fixer une trajectoire pour la réduction de l'inflation dans les années postérieures à 1995; mais, de nouveau, jusqu'à preuve du contraire, l'objectif demeurera la réalisation de progrès soutenus.

Compte tenu du laps de temps qui s'écoule entre le moment où les politiques sont mises en œuvre et celui où elles agissent sur l'inflation, aucune cible précise n'a été arrêtée en ce qui concerne l'évolution de l'inflation en 1991. Toutefois, la trajectoire cible annoncée est compatible avec une augmentation de l'IPC de 5 % environ d'une année à l'autre (c'est-à-dire moins de 4 % si l'on exclut l'incidence de la TPS) pour la fin de 1991.

Dans les mesures qu'elle prendra pour atteindre les cibles fixées, la Banque du Canada visera, pour des raisons pratiques, l'indice des prix à la consommation, sans les composantes très volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, tel qu'il est publié par Statistique Canada. Mais, même sans ces composantes, le niveau des prix à la consommation reste assez variable, et les cibles doivent être considérées comme le milieu d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ces points médians. En longue période, toutefois, l'IPC global et l'IPC hors alimentation et énergie devraient en gros afficher des profils d'évolution similaires.

La Banque fera état de temps à autre des progrès réalisés à l'égard des cibles annoncées, particulièrement dans le Rapport qu'elle publie chaque année en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada*.

Afin d'assurer le respect du programme tracé, le gouverneur a déclaré que la Banque surveillera de près les taux tendanciels de l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale, pour s'assurer qu'ils sont compatibles avec les cibles, et ajustera en conséquence sa politique monétaire. En établissant des cibles précises, toutefois, les autorités monétaires entendent encourager les Canadiens à fonder leurs décisions en matière économique sur l'orientation à la baisse annoncée pour l'inflation afin que le ralentissement poursuivi soit atteint plus aisément; en outre, un tel ralentissement contribuerait à faire baisser les taux d'intérêt.

L'importance qu'il y a, pour la tenue de l'économie, à garantir que la confiance des Canadiens à l'égard de la valeur de la monnaie ne sera pas entamée par une inflation chronique explique le rôle dévolu à ces cibles dans la poursuite de la stabilité des prix. L'économie ne fonctionnera ni de façon équitable ni au mieux de ses capacités si les Canadiens n'ont pas cette confiance. La stabilité des prix fournira la base monétaire solide qui est nécessaire pour une expansion économique durable.

La Banque publiera incessamment un document d'information technique qui donnera plus de détails sur la mise en œuvre des cibles en matière de réduction de l'inflation.

# ÉTATS FINANCIERS

**AUDITORS OF THE BANK OF CANADA**

**VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA**

**COOPERS & LYBRAND** **PEAT MARWICK**

## RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1990 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Banque. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur notre vérification.

Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir un degré raisonnable de certitude quant à l'absence d'inexactitudes importantes dans les états financiers. La vérification comprend le contrôle par sondages des informations probantes à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement à tous égards importants, la situation financière de la Banque au 31 décembre 1990 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Coopers & Lybrand Peat Marwick

Comptables agréés

Ottawa, Canada

le 25 janvier 1991

# Banque du Canada
# État des revenus et dépenses

## pour l'exercice terminé le 31 décembre 1990 (avec chiffres comparatifs pour 1989)

| | 1990 | 1989 |
|---|---|---|
| | En millions de dollars | |
| **REVENUS :** | | |
| Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 46,7 $ (42,8 $ en 1989) | 2 615,2 $ | 2 424,5 $ |
| **DÉPENSES :** | | |
| Traitements[1] | 78,9 | 72,1 |
| Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel[2] | 10,9 | 9,1 |
| Autres frais de personnel[3] | 2,8 | 2,3 |
| Honoraires des administrateurs | 0,1 | 0,1 |
| Honoraires et frais des vérificateurs | 0,6 | 0,5 |
| Impôts municipaux et taxes d'affaires | 10,3 | 9,5 |
| Coût des billets de banque | 41,5 | 40,0 |
| Informatique et coûts reliés aux ordinateurs | 7,8 | 6,3 |
| Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location[4] | 19,8 | 19,7 |
| Impression des publications | 0,8 | 1,0 |
| Autres travaux d'impression et fournitures de bureau | 2,4 | 2,4 |
| Postes et messageries | 1,7 | 1,8 |
| Télécommunications | 2,0 | 1,8 |
| Déplacements et mutations | 3,4 | 2,7 |
| Autres dépenses | 3,6 | 2,9 |
| | 186,6 | 172,2 |
| Amortissement des bâtiments et de l'équipement | 20,1 | 13,5 |
| | 206,7 | 185,7 |
| **REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA** | 2 408,5 $ | 2 238,8 $ |

1. Traitements, y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 301 en 1990, contre 2 255 en 1989.
2. Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel non affecté à l'entretien des immeubles
3. Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.
4. Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

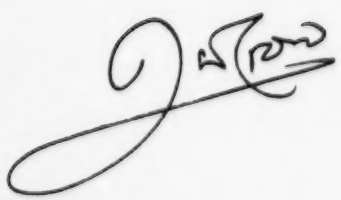
# Banque du Canada
# État de l'actif et du passif

## au 31 décembre 1990
## (avec chiffres comparatifs pour 1989)

| ACTIF | 1990 | 1989 |
|---|---|---|
| | En millions de dollars | |
| **Dépôts payables en devises étrangères :** | | |
| Devises américaines | **343,8 $** | 352,4 $ |
| Autres devises | **24,0** | 17,5 |
| | **367,8** | 369,9 |
| **Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (notes 2 et 7)** | **470,7** | 311,6 |
| **Placements — à leurs valeurs amorties (note 3) :** | | |
| Bons du Trésor du Canada | **10 247,8** | 10 815,7 |
| Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans | **3 997,2** | 3 424,6 |
| Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans | **5 753,4** | 6 584,8 |
| Autres placements | **3 863,7** | 2 764,8 |
| | **23 862,1** | 23 589,9 |
| **Immeubles de la Banque (note 4)** | **167,6** | 138,4 |
| **Intérêts courus sur placements** | **284,7** | 293,8 |
| **Autres éléments de l'actif** | **121,6** | 76,0 |
| | **25 274,5 $** | 24 779,6 $ |

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

| PASSIF | 1990 | 1989 |
|---|---|---|
| | En millions de dollars | |
| **Capital versé (note 5)** | **5,0 $** | 5,0 $ |
| **Fonds de réserve (note 6)** | **25,0** | 25,0 |
| **Billets en circulation** | **22 970,0** | 22 092,6 |
| **Dépôts :** | | |
| Gouvernement du Canada | **10,6** | 20,7 |
| Banques à charte | **1 458,3** | 1 786,6 |
| Autres membres de l'Association canadienne des paiements | **134,0** | 229,7 |
| Autres dépôts | **405,8** | 397,3 |
| | **2 008,7** | 2 434,3 |
| **Passif payable en devises étrangères :** | | |
| Gouvernement du Canada | **210,4** | 209,0 |
| **Chèques de la Banque du Canada non compensés** | **47,8** | 7,6 |
| **Autres éléments du passif** | **7,6** | 6,1 |
| | **25 274,5 $** | 24 779,6 $ |



Le gouverneur, **J. W. CROW**

Le comptable en chef, **J.-P. AUBRY**

# Banque du Canada
# Notes complémentaires aux états financiers
# 31 décembre 1990

**1. Principales conventions comptables :**

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

**a) Revenus et dépenses :**

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

**b) Placements :**

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

**c) Conversion des devises étrangères :**

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

**d) Immeubles de la Banque :**

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

| | |
|---|---|
| Bâtiments | 5 % |
| Équipement informatique | 35 % |
| Autre équipement | 20 % |

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice d'achat, à l'exception des projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice d'aliénation.

**e) Régime de retraite :**

Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

**f) Assurance :**

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

**2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements :**

Les avances incluent des prêts d'un montant total de 29,6 millions de dollars (46,4 millions de dollars en 1989) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. En se basant sur les renseignements disponibles, la Banque du Canada est d'avis que ce montant sera intégralement recouvré à même les fonds provenant des opérations de réalisation.

**3. Placements :**

Les placements peuvent inclure des titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1990 et 1989, la Banque ne détenait aucun titre en pension. Les placements ne comprennent pas les titres du gouvernement canadien d'un montant de 607,9 millions de dollars qui ont été cédés avec clause de rachat pour le 2 janvier 1991 (ce montant égalait zéro à la fin de 1989).

**4. Immeubles de la Banque :**

| | 1990 | | | 1989 |
|---|---|---|---|---|
| | En millions de dollars | | | |
| | Coût | Amortissement cumulé | Net | Net |
| Terrains et bâtiments | 173,8 $ | 74,3 $ | 99,5 $ | 102,7 $ |
| Équipement informatique | 40,6 | 25,5 | 15,1 | 5,4 |
| Autre équipement | 62,9 | 38,2 | 24,7 | 24,3 |
| | 277,3 | 138,0 | 139,3 | 132,4 |
| Projets en cours | 28,3 | – | 28,3 | 6,0 |
| | 305,6 $ | 138,0 $ | 167,6 $ | 138,4 $ |

**5. Capital versé :**

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions ayant une valeur nominale de 50 $ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

**6. Fonds de réserve :**

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

**7. Modalités légales :**

La garantie que détient la Banque du Canada en ce qui concerne les avances à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque englobe les portefeuilles de prêts de ces établissements. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, les tribunaux doivent actuellement trancher deux questions. Le 30 mars 1990, la Cour du banc de la reine de l'Alberta a statué que les intérêts reçus en vertu du portefeuille ne font pas partie de la garantie que détient la Banque, et ce jugement a fait l'objet d'un appel auprès de la Cour d'appel de l'Alberta. Des requêtes ont également été présentées devant les tribunaux contestant les conclusions du liquidateur selon lesquelles le portefeuille de prêts effectués en Californie fait partie de la garantie dont dispose la Banque. Si les tribunaux décidaient une fois pour toutes que tous les intérêts ou l'ensemble du portefeuille de prêts faits en Californie ne faisaient pas partie de cette garantie, des redressements pourraient être apportés aux montants comptabilisés à titre de revenu. Cependant, les renseignements disponibles actuellement ne permettent pas d'estimer l'ampleur éventuelle de tels redressements.

**8. Engagements :**

Au 31 décembre 1990, le total des engagements en vertu de contrats de construction d'immeubles et d'acquisition d'équipement était de 62,0 millions de dollars. Ces contrats prévoient le versement de ces montants au cours des quatre prochaines années et concernent tous des projets reliés aux responsabilités de la Banque en matière d'émission des billets de banque.

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

| | |
|---|---|
| John W. Crow | Gouverneur<br>*Membre du Comité de direction* |
| Gordon G. Thiessen | Premier sous-gouverneur<br>*Membre du Comité de direction* |
| Jalynn H. Bennett | TORONTO (ONTARIO) |
| William A. Graham | LONDON (ONTARIO) |
| Brian R. Heidecker | CORONATION (ALBERTA)<br>*Membre du Comité de direction* |
| Frederick E. Hyndman | CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)<br>*Membre du Comité de direction* |
| Harold W. Lane, c.r. | SASKATOON (SASKATCHEWAN) |
| Leslie M. Little, c.r. | VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)<br>*Membre du Comité de direction* |
| James A. MacMurray | SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK) |
| Nancy Orr-Gaucher | WESTMOUNT (QUÉBEC) |
| Susan H. Patten | ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE) |
| Ernest G. Penner | STEINBACH (MANITOBA) |
| Guylaine Saucier, OC | MONTRÉAL (QUÉBEC)<br>*Membre du Comité de direction* |
| **Membre d'office** | |
| Frederick W. Gorbet | Sous-ministre des Finances<br>*Membre du Comité de direction* |

# PRINCIPAUX CADRES

John W. Crow, *gouverneur*
Gordon G. Thiessen, *premier sous-gouverneur*

J. N. Ross Wilson, *sous-gouverneur*
Charles Freedman, *sous-gouverneur*
W. Albert McKay, *directeur administratif*
Frank Faure, *conseiller*
Alvin C. Lamb, *conseiller*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *conseillère et secrétaire*
William E. Alexander, *conseiller*

**Conseillers associés**
Jacques Clément, *chef, Valeurs, Bureau de Montréal*
Donald R. Stephenson

**Département des Valeurs**
Vaughn O'Regan, *chef*
L. Theodore Requard, *sous-chef*
Ian D. Clunie, *chef, Analyse du marché des valeurs et Opérations d'open market*
James F. Dingle, *conseiller en valeurs*[2]
Patrick E. Demerse, *conseiller en valeurs*
Kevin J. Clinton, *conseiller en valeurs*
Stephen L. Harris, *conseiller en valeurs*
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

**Département des Recherches**
David E. Rose, *chef*
John G. Selody, *sous-chef*
Paul R. Fenton, *conseiller en recherches*

**Département des Études monétaires et financières**
Pierre Duguay, *chef*
R. Bruce Montador, *sous-chef*
David J. Longworth, *conseiller en recherches*
Clyde A. Goodlet, *conseiller en recherches*

**Département des Relations internationales**
John D. Murray, *chef*
Stephen S. Poloz, *sous-chef*
Nicholas Close, *chef, Opérations sur devises*
Brian P. J. O'Reilly, *conseiller en recherches*

Bernard Bonin, *sous-gouverneur*
William R. White, *sous-gouverneur*
Serge Vachon, *conseiller*[1]
Tim E. Noël, *conseiller*
W. Paul Jenkins, *conseiller*
John E. H. Conder, *conseiller*
†*Voir ci-dessous.*

**Département des Opérations bancaires**
Donald G. M. Bennett, *chef*
Roy L. Flett, *chef associé*
William R. Melbourn, *sous-chef*
Gordon B. May, *sous-chef*
C. Ross Tousaw, *conseiller en opérations bancaires*
Alexander G. Keith, *agent (Calgary) et représentant financier régional*

**Département de la Dette publique**
Bonnie J. Schwab, *chef*

**Secrétariat**
Louise Vaillancourt-Châtillon, *secrétaire*
Guy Thériault, *sous-secrétaire*
SYSTÈMES DE LA DETTE
James M. McCormack, *coordonnateur de programmes*

**Département de l'Automatisation**
Daniel W. MacDonald, *chef*

**Département du Personnel**
George M. Pike, *chef*
Claude J.-B. Montambault, *sous-chef*

**Département de la Gestion des immeubles**
Colin J. Stephenson, *chef*
Kenneth W. Kaine, *sous-chef*

**Département de Contrôle**
Jean-Pierre Aubry, *contrôleur et chef de la comptabilité*
Frank J. Mahoney, *sous-contrôleur*

**Département de la Vérification**
Janet Cosier, *vérificatrice*
Peter Koppe, *sous-vérificateur*

1. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
2. Également président suppléant du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

† Jacques A. Bussières, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.

# REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

**Département des Valeurs**

**Montréal**
Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*
**Toronto**
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*
**Vancouver**
Ritha Khemani, *représentante*

**Département des Relations internationales**

**Montréal**
Gautam Hooja, *cambiste-conseil*
**Toronto**
Poste vacant, *cambiste-conseil*

**Département des Opérations bancaires**

**Halifax**
Robert E. Burgess, *agent*
**Saint John**
Kenneth T. McGill, *agent*
**Montréal**
J. G. Michel Sabourin, *agent*
**Ottawa**
Robert Dupont, *agent*
**Toronto**
William G. Percival, *agent*
**Winnipeg**
Poste vacant, *agent*
**Regina**
Graham L. Page, *agent*
**Calgary**
Alexander G. Keith, *agent et représentant financier régional*
**Vancouver**
William H. Watson, *agent*